全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融学译丛

Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings 4e

兼并、收购和公司重组

（第四版）

帕特里克·A·高根（Patrick A. Gaughan）著

顾苏秦　李朝晖　译





中国人民大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融学译丛

兼并、收购和公司重组

（第四版）

帕特里克·A·高根（Patrick A. Gaughan） 著

顾苏秦 李朝晖 译

中国人民大学出版社

·北京·



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

兼并、收购和公司重组：第四版 / 高根著；顾苏秦，李朝晖译.
北京：中国人民大学出版社，2010
（金融学译丛）
ISBN 978-7-300-12465-0

Ⅰ. ①兼…
Ⅱ. ①高…②顾…③李…
Ⅲ. ①公司一企业合并一研究
Ⅳ. ①F276.6

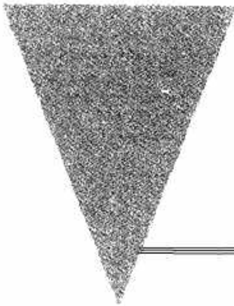
中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 135512 号

金融学译丛
兼并、收购和公司重组（第四版）
帕特里克·A·高根 著
顾苏秦 李朝晖 译
Jianbing Shougou he Gongsi Chongzu

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010－62511242（总编室）		010－62511398（质管部）
	010－82501766（邮购部）		010－62514148（门市部）
	010－62515195（发行公司）		010－62515275（盗版举报）
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com（人大教研网）		
经 销	新华书店		
印 刷	涿州星河印刷有限公司		
规 格	185 mm×260 mm 16 开本	版 次	2010 年 11 月第 1 版
印 张	40 插页 1	印 次	2010 年 11 月第 1 次印刷
字 数	780 000	定 价	69.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目 录

第 1 部分 背景知识 …… 1
第 1 章 并购绪论 …… 3
最近的并购趋势 …… 3
定义 …… 11
交易估价 …… 12
并购的类型 …… 12
并购的动因 …… 14
并购的融资方式 …… 14
并购的专业人员 …… 15
并购套利 …… 17
杠杆收购和私人权益市场 …… 17
公司重组 …… 19
并购谈判 …… 19
并购的审批程序 …… 21
简单形式的并购 …… 23
股权冻结和少数股东的应对策略 …… 23
购买资产与购买股票的比较 …… 24
设计交易结构 …… 24
承担卖方债务 …… 24
资产收购的优势 …… 25

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产出售 …… 25
买壳上市 …… 26
控股公司 …… 26
第 2 章 并购的历史 …… 29
并购浪潮 …… 29
什么引起了并购浪潮? …… 30
第一次并购浪潮，1897—1904 年 …… 30
第二次并购浪潮，1916—1929 年 …… 36
20 世纪 40 年代 …… 39
第三次并购浪潮，1965—1969 年 …… 40
20 世纪 70 年代的并购趋势 …… 47
第四次并购浪潮，1984—1989 年 …… 54
第五次并购浪潮 …… 60
小结 …… 67
第 3 章 并购的法律体系 …… 69
与兼并、收购和股权收购相关的法律 …… 70
证券交易法 …… 70
美国其他与收购相关的具体法规 …… 84
监管收购的国际证券法 …… 85
商业判断原则 …… 91
美国州立反收购法 …… 92
对内幕交易的监管 …… 98
反托拉斯法 …… 101
美国反托拉斯法执行的最近趋势 …… 108
衡量集中度和定义市场份额 …… 109
欧洲的竞争政策 …… 114
反托拉斯的惩罚措施 …… 115
小结 …… 116
第 4 章 并购的战略 …… 118
企业成长 …… 118
协同效应 …… 125
经营协同效应 …… 127
经营多元化 …… 138
其他经济动机 …… 148
收购中的自负假说 …… 160
其他动机 …… 166
税务动机 …… 168

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小结 …… 168
第 2 部分　敌意收购 …… 173
第 5 章　反收购的措施 …… 175
管理者堑壕假说与股东权益假说 …… 176
预防性反收购措施 …… 177
改变公司的法人注册地 …… 201
主动的反收购措施 …… 202
反收购传递的信息 …… 239
小结 …… 240
第 6 章　收购的策略 …… 242
初步的收购措施 …… 244
股权收购 …… 248
公开市场认购与街道清扫 …… 267
股权收购与公开市场认购相比的优势 …… 269
套利与并购宣布日前后的价格向下压力 …… 271
代理权竞争 …… 271
小结 …… 290
第 3 部分　退市业务和杠杆收购 …… 291
第 7 章　杠杆收购 …… 293
术语 …… 294
杠杆收购的历史演进 …… 294
公司上市的成本 …… 305
管理层收购 …… 306
管理层收购中的利益冲突 …… 308
杠杆收购的融资 …… 318
杠杆收购的资本结构 …… 323
杠杆收购的融资来源 …… 323
股东从杠杆收购中获得的收益 …… 325
股东从部门收购中获得的收益 …… 326
反向杠杆收购 …… 328
财富转移效应的实证研究 …… 333
对债权人的保护 …… 334
小结 …… 338
第 8 章　收购和退市业务的融资发展趋势，包括对冲基金和私人权益基金 …… 339
收购融资中现金与股票比例的发展趋势 …… 340
股东的财富效应与支付方式 …… 344

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组 金融学译丛·兼并、收购和公司重组 金融学译丛·兼并、收购和公司重组 金融学译丛·兼并、收购和公司重组

第1部分
背景知识

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章

并购绪论

最近的并购趋势

经过 2001 年的短暂间歇之后，并购活动于本世纪初又重新加快了步伐。规模空前的第五次并购浪潮随着 2001 年美国及其他地区的经济衰退而结束，这次并购浪潮中发生的交易规模前所未有。第五次并购浪潮兴起于 20 世纪 90 年代，紧紧跟随在规模同样空前的第四次并购浪潮之后，但较之具有明显不同的特征。第五次浪潮是名副其实的全球性并购浪潮，除美国之外，欧洲、亚洲并购交易的规模都有一定程度的提高。第四次并购浪潮则主要发生在美国。当第四次浪潮由于 1990—1991 年的经济衰退而结束时，很多人认为要经过相当长的时间才会产生类似规模的新一轮并购高潮。然而，在经历非常短暂的衰退和最初的缓慢恢复后，经济从 1993 年开始快速发展，到 1994 年又开始了新一轮规模空前的并购历程。在第五次浪潮中，大量的巨型并购和跨境并购在美国企业或非美国企业之间发生，大规模的并购活动成为一种全球现象，这与前几轮主要由美国企业主导的并购浪潮形成鲜明对比，并购活动规模的空前庞大使发生在 20 世纪 80 年代第四次浪潮中的并购活动相形逊色。

在 20 世纪 80 年代，第四次并购浪潮开始之际，我们看到并购活动主要集中在美国，大部分交易发生在美洲大陆。从全球的角度看，第五次并购浪潮中并购规模的扩大主要发生在欧洲。在第四次并购浪潮结束时，欧洲并购规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模有一个短暂的回落，继而在 1995 年开始迅猛增长并成倍扩张（见图 1—1）。到 1999 年，欧洲并购活动的规模达到顶峰，占全球并购交易总值的 38%。这种现象的发生有以下几种原因：首先，促使美国并购交易增长的原因——全球经济体系中需求方面的扩张，在欧洲同样发挥了作用。20 世纪 80 年代，欧洲也具有类似的经济条件，但并没有形成 90 年代那样的并购增长局面，这是因为第五次并购浪潮发生时，欧洲的经济结构发生了巨大变化。欧盟的建立使人为的监管障碍被解除。过去许多欧洲企业被大股东，比如单个家族牢牢控制，包括意大利贝纳通（Benetton）家族旗下的服装公司、弗朗索瓦·皮诺（Francois Pinault）家族旗下的一个法国大型零售王国包括古琦集团（Gucci）、德国的贝塔斯曼（Bertelsmann）王国和沃伦伯格（Wallenberg）家族拥有的瑞典爱立信公司（Ericsson）与 ABB 公司等，这些公司中的家族股份已经传递了好几代。到第五次并购浪潮发生的时候，尽管欧洲企业中家族的掌控力度仍然甚于美国企业，但是家族股东的地位已经有所下降，许多股份落入那些更愿意接受并购活动的股东手中，从而这些公司更有可能成为并购的目标。

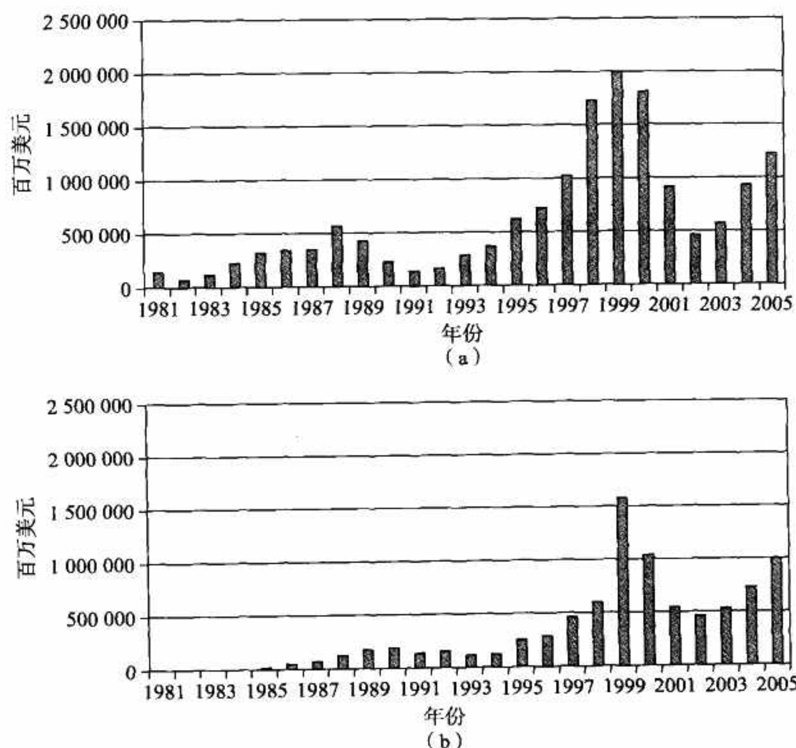


图 1—1 1980—2004 年的并购交易金额：(a) 美国的和 (b) 欧洲的

资料来源：Thomson Financial Securities Data。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图1—1清楚地显示第五次浪潮在1999年达到顶峰，但是并购交易的总金额在2001年显著下降，2002年进一步下降。欧洲并购活动的发展趋势和美国非常相似。表1—1罗列了1998—2001年期间发生的最大的十起并购交易，从表中的数据可以非常明显地看出第五次浪潮的交易规模巨大，同时也可以看到这一期间另一个有趣的现象，即某些经济部门的并购活动尤其活跃，特别是电信、媒体、银行和金融部门。这些部门在20世纪90年代红得发紫。主要原因有以下几个方面：这些行业中有些出现了势头很强的"非理性繁荣"，比如科技行业这一块，我们将在第2章中再深入阐述这种现象；而另外一些行业，比如银行业，则继续维持从80年代行业管制放松后开始的合并进程。

表1—1　按交易规模排名的全球前十大并购案

宣布日期	实施时间	交易金额（百万美元）	目标公司名称	目标公司所在地	收购公司名称	收购公司所在地
1999/11/14	2000/6/19	202 785.13	曼内斯曼公司（Mannesmann AG）	德国	沃达丰空中通信公司（Vodafone AirTouch PLC）	英国
2000/1/10	2001/1/12	164 746.46	时代华纳（Time Warner）	美国	美国在线（America Online Inc.）	美国
1999/10/5	—	113 643.77	斯普林特公司（Sprint Corp.）	美国	世通公司（MCI WorldCom）	美国
1999/11/4	2000/6/19	89 167.72	华纳-兰伯特（Warner-Lambert Co.）	美国	辉瑞公司（Pfizer Inc.）	美国
1999/4/18	—	81 527.62	意大利电信公司（Telecom Italia SpA）	意大利	德国电信公司（Deutsche Telekom AG）	德国
1998/12/1	1999/11/30	78 945.79	美孚公司（Mobil Corp.）	美国	埃克森公司（Exxon Corp.）	美国
2000/1/17	2000/12/27	75 960.85	史克必成公司（Smithkline Beecham PLC）	英国	葛兰素威康（Gaxo Wellcome PLC）	英国
1999/2/14	—	75 563.15	华纳-兰伯特	美国	美国家庭用品公司（American Home Products Corp.）	美国
2004/10/28	—	74 349.15	壳牌运输贸易公司（Shell Transport & Trading Co.）	英国	荷兰皇家石油（Royal Dutch Petroleum Co.）	荷兰
1998/4/6	1998/10/8	72 558.18	花旗银行（Citicorp）	美国	旅行者集团公司（Travelers Group Inc.）	美国

资料来源：Thompson Financial，December 6，2005。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000 年 6 月，英国沃达丰空中通信公司以 2 030 亿美元的价格收购德国曼内斯曼公司，创造了历史上规模最大的并购交易，这进一步突出了欧洲在并购市场中的重要地位。这项并购交易的规模是欧洲第二大并购交易规模的两倍多，从而使德国电信公司对意大利电信公司的价格高达 820 亿美元的并购交易位居第二（见表 1—2）。

在亚洲市场，除澳大利亚参与了第四次和第五次并购浪潮外，包括日本在内的其他亚洲国家，在本土范围内大都没有太多的并购交易（见图 1—2）。1999 年，全球第二大经济体——日本发生了显著变化，当年日本国内的并购交易数量甚嚣尘上，但是随后几年交易量有所下降，2003 年日本的并购活动又开始恢复增长。韩国公司并购活动的发展趋势与日本非常相似。这两个国家的公司结构类似，管理严格且存在重重制约。在一定程度上，由于经济增速下降带来的压力，这种公司结构在 20 世纪 90 年代末开始瓦解。这两个国家都是在 20 世纪 90 年代末开始进行经济重组，这段时期公司出售与收购活动变得非常普遍。

在图 1—2 中，我们把中国大陆和香港地区并购交易的金额合并在一起，它们的交易增长都很显著。表 1—3 显示了香港地区在第五次并购浪潮中的重要地位，2000 年 8 月发生的香港盈科数码动力公司收购香港电信公司的收购案，是亚洲交易规模最大的案例。该项交易还因其为敌意收购而闻名。香港盈科数码动力公司在香港大亨李嘉诚之子、网络投资家李泽楷的领导下，还出价收购了新加坡电信公司。有意思的是，香港电信公司和香港盈科数码动力公司的合并创造了一个规模仅次于华纳时代在线的电信巨头，而华纳时代在线却是一个失败的巨型并购交易的产物。

由于中国经济持续快速地增长，中国企业开始走出国门寻找收购对象。2005 年 IBM 的个人电脑业务被联想集团收购就是其中一个案例。但是，由于中国仍处在由计划经济向自由市场经济过渡的初始阶段，外国企业收购中国企业困难重重并且风险巨大。台湾地区的交易量相对就比较小，这主要是因为它的经济规模比较小。印度在全球并购市场上占有的份额也比较小，不过这种状况可能会在未来几年里发生变化。

除美国、欧洲和亚洲之外，中美洲和南美洲并购市场的规模也非常巨大。2000 年，包括南美洲在内，许多地区的并购交易量都达到了历史最高峰。当年南美洲并购交易的规模大致与澳大利亚相等，略高于香港地区，将近是韩国的两倍。不过南美洲和中美洲的交易规模相差显著，南美洲的交易额大约是中美洲的两倍（见图 1—3 和表 1—4）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1—2　按交易规模排名的欧洲前十大并购案

宣布日期	实施时间	交易金额（百万美元）	目标公司名称	目标公司所在地	收购公司名称	收购公司所在地
1999/11/14	2000/6/19	202 785.13	曼内斯曼公司	德国	沃达丰空中通信公司	英国
1999/4/18		81 527.62	意大利电信公司	意大利	德国电信公司	德国
2000/1/17	2000/12/27	75 960.85	史克必成公司	英国	葛兰素威康	英国
2004/10/28		74 349.15	壳牌运输贸易公司	英国	荷兰皇家石油	荷兰
2004/1/26	2004/8/20	60 243.38	安万特公司（Aventis SA）	法国	赛诺菲-圣德拉堡公司（Sanofi-Synthelabo SA）	法国
1999/7/19		51 135.18	道达尔菲纳公司（Total Fina SA）	法国	埃尔夫阿奎坦（Elf Aquitaine）	法国
1999/7/5	2000/3/27	50 070.05	埃尔夫阿奎坦	法国	道达尔菲纳公司	法国
2000/5/30	2000/8/22	45 967.07	奥林奇公司（Orange PLC）	英国	法国电信公司（France Telecom SA）	法国
2000/6/20	2000/12/8	40 428.19	西格拉姆公司（Seagram Co. Ltd.）	加拿大	维旺迪（Vivendi SA）	法国
1999/9/24		38 814.91	国民西敏寺银行（National Westminster Bank PLC）	英国	苏格兰银行（Bank of Scotland PLC）	英国

资料来源：Thompson Financial，December 6，2005。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

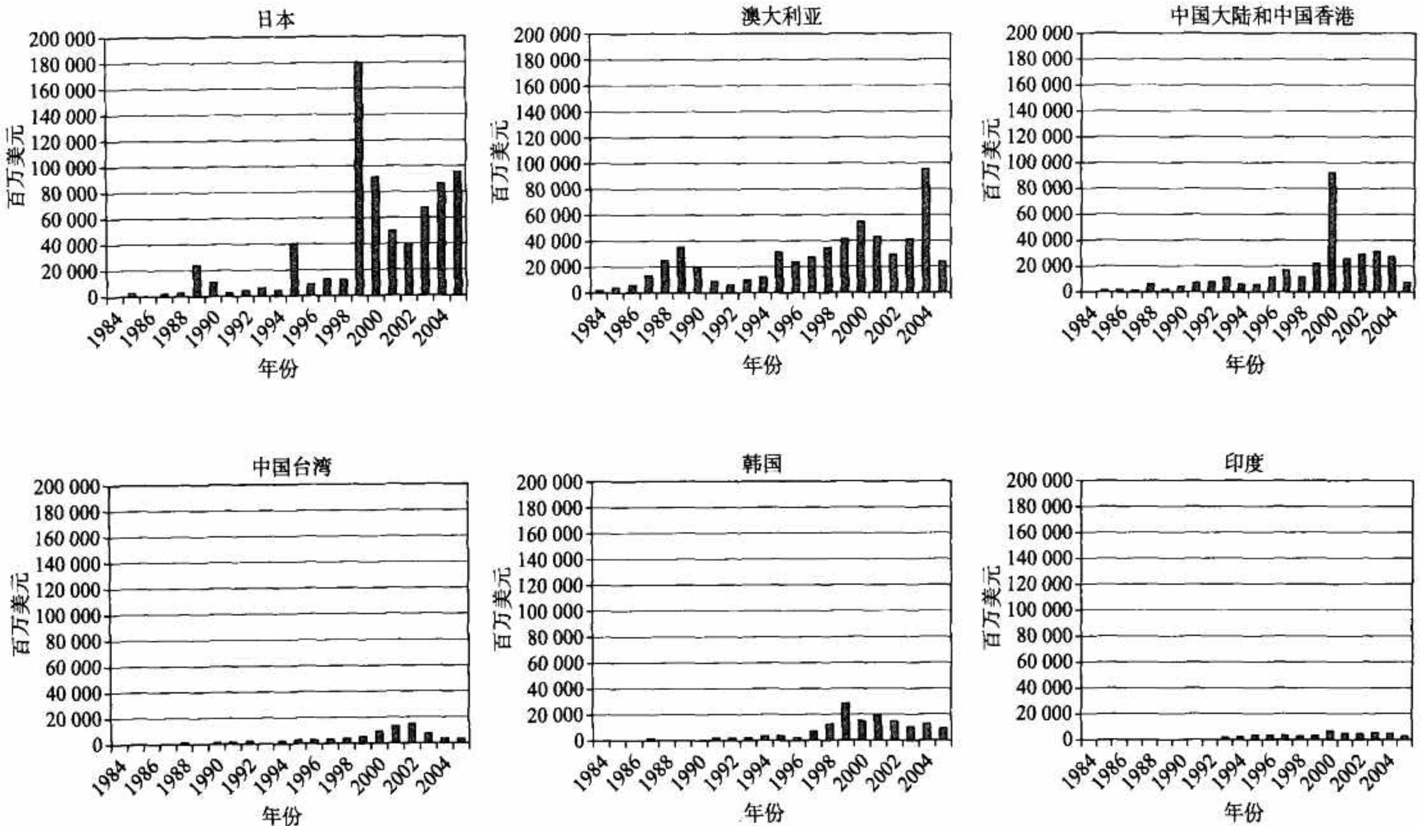


图1—2 亚洲的并购交易金额

资料来源：Thompson SDC。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1—3　　按交易规模排名的亚洲前十大并购案

宣布日期	实施时间	交易金额（百万美元）	目标公司名称	目标公司所在地	收购公司名称	收购公司所在地
2000/2/29	2000/8/17	37 442. 15	香港电信	中国香港	盈科数码动力	中国香港
2000/10/4	2000/11/13	34 007. 71	北京移动，其他 6 家公司	中国大陆	中国电信（香港）	中国香港
2001/3/19	2001/6/29	11 510. 99	比利顿公司（Billiton PLC）	英国	必和公司（BHP Ltd.）	澳大利亚
2002/5/16	2002/7/1	10 335. 27	中国移动香港内地移动公司	中国大陆	中国移动香港有限公司	中国香港
2003/7/14	2003/12/31	9 675. 83	中国电信固话资产	中国大陆	中国电信公司	中国大陆
2001/3/26	2001/9/17	8 491. 12	大东澳都斯（Cable & Wireless Optus Ltd.）	澳大利亚	新电信（Sing. Tel.）	新加坡
2005/3/8	2005/6/17	7 363. 58	西部矿业资源公司（WMC Resources Ltd.）	澳大利亚	必和必拓公司（BHP Billiton Ltd.）	澳大利亚
2001/11/16	2002/4/22	6 868. 85	乐喜金星电子（LG Electronics Inc. -Electronics）	韩国	股东（Shareholders）	韩国
2004/10/28		6 522. 59	西部矿业资源公司	澳大利亚	斯特拉塔公司（Xstrata PLC）	瑞士
2000/1/7	2000/6/30	6 447. 97	全球半导体	中国台湾	台湾积体电路制造	中国台湾

资料来源：Thompson Financial，December 6，2005。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1—4　　按交易规模排名的前五大并购案：(a) 中美洲和 (b) 南美洲

(a) 按交易规模排名的中美洲前五大并购案

实施时间	交易金额（百万美元）	目标公司名称	目标公司所在地	收购公司名称	收购公司所在地
2001/2/7	15 098.66	美洲移动（America Movil SA）	墨西哥	股东集团（Shareholders）	墨西哥
2001/8/6	12 821.00	巴拿西公司（Banacci）	墨西哥	花旗银行	美国
2004/3/22	3 887.89	西班牙银行金融集团（Grupo Financiero BBVA Bancomer）	墨西哥	西班牙对外银行（BBVA）	西班牙
2003/5/6	3 692.04	泛美饮料公司（Panamerican Beverages Inc.）	美国	可口可乐芬沙公司（Coca-Cola FEMSA SA CV）	墨西哥
2002/5/2	3 217.45	美洲电信公司（America Telecom SA de CV）	墨西哥	股东集团（Shareholders）	墨西哥

(b) 按交易规模排名的南美洲前五大并购案

实施时间	交易金额（百万美元）	目标公司名称	目标公司所在地	收购公司名称	收购公司所在地
1999/6/24	13 151.70	YPF 用具公司（YPF SA）	阿根廷	雷普索尔石油（Repsol SA）	西班牙
2000/7/10	10 213.31	圣保罗电信公司（Telecommunicacoes de Sao Paulo）	巴西	西班牙电信（Telefonica SA）	西班牙
2004/8/30	7 758.01	约翰拉巴特公司（John Labatt Ltd.）	加拿大	美洲饮料公司（Ambev）	巴西
1997/9/1	6 200.67	阿根廷邮报公司（Correo Argention SA）	阿根廷	投资者集团（Investor Group）	阿根廷
1998/1/23	5 134.14	阿根廷机场（33 家）（Argentina-Airports）	阿根廷	航空林顿阿根廷 2000（Aeropuertos Argentina 2000）	美国

资料来源：Thompson Financial，December 6，2005。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

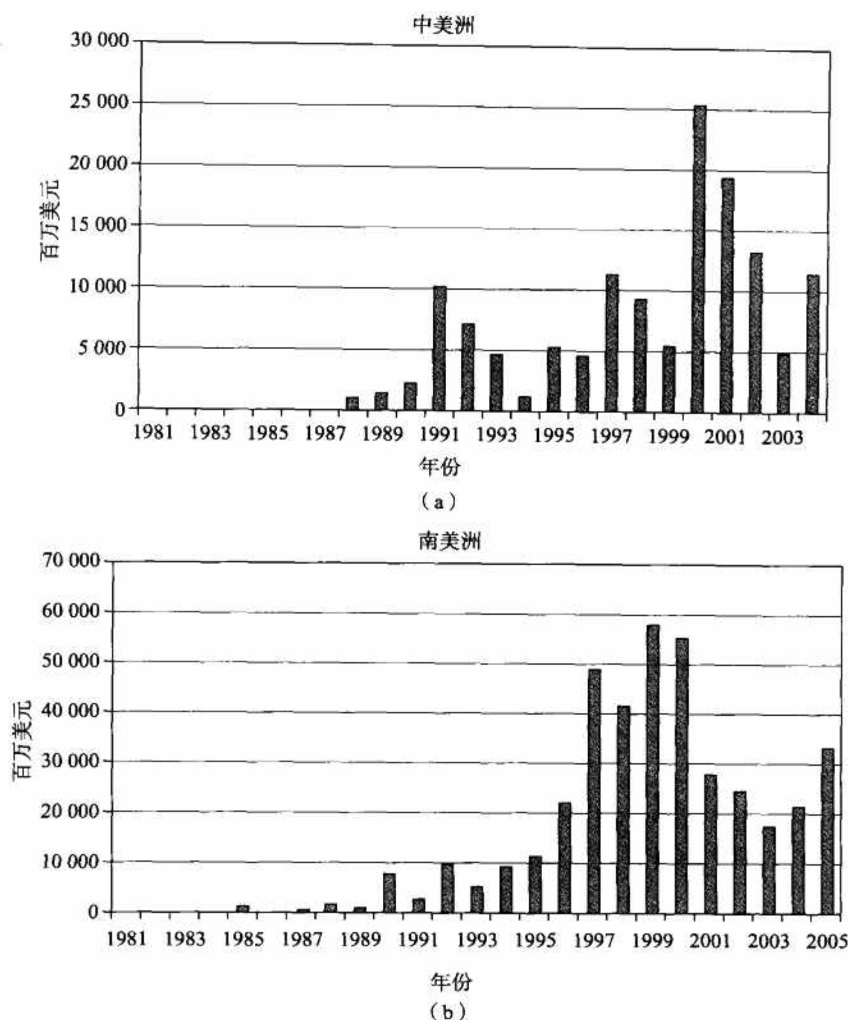


图 1—3 并购交易金额，1981—2005 年：(a) 中美洲和 (b) 南美洲

资料来源：Thompson Financial，May 13，2005。

在回顾了并购领域近几年的发展趋势后，我们开始学习这门课程。我们首先从讨论该领域中使用的基本术语开始。

定 义

兼并（merger）是指由两家公司合并为一家公司，合并后只有一家公司继续经营，而被兼并的公司不再存在。在兼并中，收购公司承担被兼并公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资产和负债。有时候创立兼并（statutory merger）这一术语被用来指代这类交易形式，它基本上意味着兼并交易是根据某州的创立法令进行的。由于许多公司在特拉华州设立，因此该州颁布的法令在兼并交易中最常用到。

创立兼并与吸收兼并（subsidiary merger）不同，吸收兼并是指由两家公司合并在一起，其中目标公司成为母公司的子公司或子公司的一部分。比如通用汽车公司（General Motors）对电子数据系统公司（Electronic Data Systems）的并购就是一个吸收兼并的例子，这一案例是通用汽车公司在其雄心勃勃的首席执行官罗斯·佩罗（Ross Perot）的领导下发生的。在反向吸收兼并（reverse subsidiary merger）中，收购方的子公司被并入目标公司中。

兼并与合并（consolidation）不同。在合并这种商业活动中，两家或多家公司合并成一个全新的实体。所有参加合并的公司被解散，只有新的实体继续运作。例如，1986 年，计算机制造商巴勒斯公司（Burroughs）和斯佩里公司（Sperry）合并成优利系统公司（UNISYS）。在合并中，原有的公司不再存在，原股东成为新公司的股东。区分合并与兼并的一种方法是：对于兼并而言，A+B=A，B 公司被并入 A 公司；而在合并中，A+B=C，其中 C 是一家完全新建的公司。尽管二者之间存在种种差异，但就像并购领域内的很多术语一样，“兼并”与“合并”这两个词有时候也被交替使用。通常，当结合的公司规模大体相近时，一般采用“合并”一词；当两家公司规模相差甚远时，使用“兼并”一词就更合适了。不过在实践中，这一差别常常被忽略。“兼并”一词被广泛用于各种合并案例中，而不论公司的规模是显著不同还是大致相近。

另一个被广泛用来表示各种不同类型交易的术语是“接管”（takeover）。这个词的使用范围更加模糊，有时它仅指敌意收购，有时又可以同时指善意兼并和非善意的兼并。

交易估价

在整本书中，我们引用了关于兼并交易金额的各种统计数据。《并购统计》（*Mergerstat*）中使用的估价方法是评估交易价值时最常用的参考资料。企业价值被定义为基本股权价格（base equity price）加上目标公司的债务（包括短期和长期债务）和优先股的价值，再减去现金。基本股权价格等于公司总价格减去债务价值。买方被定义为拥有较大资本市值的公司，或在以股换股的交易中发行股票交换其他公司股票的公司。

并购的类型

并购通常分为横向并购（horizontal merger）、纵向并购（vertical merg-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

er）和混合并购（conglomerate merger）三类。当两家互为竞争者的公司合并时就发生了横向并购。例如，1998 年，两家石油公司——埃克森石油（Exxon）与美孚石油（Mobil）以高达 789 亿美元的金额合并。如果横向并购使合并后公司的市场力（market power）得到了明显提高，那么就会产生违反竞争的效应，这项并购活动可能就会被监管部门以反托拉斯的理由而拒绝批准。不过近年来，美国政府对这方面的管制有所放松，并批准了许多横向并购的实施。

纵向并购是指具有采购—销售关系的公司合并。例如 1993 年，全球最大的制药公司——默克公司（Merck）以 60 亿美元收购了全球最大的处方药品销售商——美可公司（Medco Containment Services，Inc.），成为当时全球最大的药品生产商和最大的药品分销商。很显然这次兼并形成了一家更为强大的企业，但具有讽刺意味的是，这次合并没有违反反托拉斯法；相反，监管者非常赞赏这次收购的预期结果，认为它会增强市场上的竞争，并降低药品价格。但事后来看，如果当初监管者反对这项交易，默克公司的状况可能会更好些。在这次兼并之后，其他竞争者也纷纷效仿进行公司并购，社会上开始重视默克公司对消费者药品选择决策的影响。默克公司把这次并购视为将公司生产的药物先于竞争者送达病人手中的一种方式，这在当时引起了强烈的社会反响，即药品生产商利用分销商的地位影响消费者对药物的选择。这对于购买与自身业务非常相近的其他公司的出价者是一个绝佳的案例借鉴，购买者需要非常熟悉这个案例，如果将自己最擅长的业务——生产药品和销售药品业务并驾齐驱，公司的业绩将会更好。

混合并购发生在既不是竞争对手又不存在采购—销售关系的公司之间。一个典型的案例是烟草行业的菲利普·莫里斯公司（Philip Morris）在 1985 年以 56 亿美元收购了通用食品公司（General Foods），并在 1988 年以 134.4 亿美元收购了卡夫公司（Kraft），在 2000 年以 189 亿美元收购了纳贝斯克公司（Nabisco）。有意思的是，现在被称为奥驰亚集团（Altria）的菲利普·莫里斯公司运用其食品和烟草业务产生的现金流，逐渐减少了国内的烟草业务，同时增加了食品业务。因为尽管国际烟草行业还没有出现萎缩，但是美国的烟草行业正在以年均 2%的速度衰减。

通用电气公司（General Electric，GE）是另一个重要的混合并购案例。该公司做到了许多企业不能成功做到的事情，即成功地经营业务组合多样化的公司，为股东创造财富。通用电气公司进行了一系列的收购交易，从这方面来说，它也是一个非常成功的收购者。正如我们在第 4 章中将要讨论的，业务多元化和混合并购并不总是一种良好的方式。在那一章中我们将探讨为什么一些公司能够成功地实现业务多元化和进行混合并购，而其他许多公司却做不到的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并购的动因

正如第 4 章中要讨论的，公司进行并购的动机或者说原因可能有很多种。扩大经营规模是最常见的原因之一。如果公司想进入某个行业或某个地区，收购一家该行业或该地区的企业要比自身扩张快得多。收购一家合适的公司可能会给收购方带来一些协同效益（synergistic benefit），例如两个业务具有互补性的公司并购时就会产生这样的效果。当然，收购也可能是公司多样化经营进程的一部分，它使公司可以进入其他的行业。在追求规模扩大的同时，公司进行并购的另外一个原因是追求协同效益。当合并后公司的总体生产能力和价值要高于合并前几家公司的独立加总时，就产生了协同效益。产生协同效应（synergy）的潜在来源有很多，我们将在第 4 章中对此展开讨论。

财务方面的原因也促成了一些并购交易。例如，收购方的财务分析师可能发现目标公司的价值被低估了。也就是说，如果收购该公司，即使将通常与控制权转移相联系的溢价加在收购价格里面，收购方获得的价值可能仍远高于目标公司当前的市场价值。另外一些动因，譬如税收动因，也在并购决策中发挥了作用。这些动因将主要在第 15 章中进行详细探讨。

并购的融资方式

并购交易的支付方式有许多种。可以全部用现金或证券支付，也可以是二者的混合。支付所使用的证券可以是收购公司自己的股票，也可以是债券等其他证券。股票可以是注册的、能在证券市场上自由流通交易的普通股或者优先股，也可以是不能公开发售的、只允许一小部分购买者如机构投资者进行场外交易的受限股票。

如果收购公司用自己的股票交换目标公司的股份，交换比率可以是固定的也可以是浮动的。在交换比率浮动的情况下，收购公司报出的总金额对应于一定数量的股份。用总金额除以规定期限内收购公司的每股平均价格，就得到收购公司最终需要支付的股票数量。这个规定期限被称为定价期，通常是交易宣布后到交易结束前的几个月。收购公司的报价也可以采取上下限（collar）的方式，在浮动价值协议内规定一个最大股票数和最小股票数。

采用股票支付可以给出售方提供一定的税收收益，而采用现金支付则无法提供这一收益。但是采用证券支付的时候，需要交易各方对证券的价值有统一的认识。从出售方的角度看，这会带来一些不确定性，从而使现金支付优于证券支付。对于大额交易来说，全部使用现金支付可能意味着购买方不得不为此举债，进而承担由此带来的风险。现金支付方式在 20 世纪 80 年代相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当普遍，但是到了90年代，证券支付方式变得更受欢迎。

并购的专业人员

当一家公司决定收购或者兼并另外一家公司时，通常需要外部专家为自己提供服务。这些专家一般包括投资银行家、律师、会计师和评估专家。投资银行家提供的服务包括：协助选择合适的目标企业，评估目标企业的价值，参与战略策划和帮助公司筹集完成并购所必需的资金等。在20世纪80年代第四次并购浪潮的全盛时期，并购咨询费和融资费是大多数投资银行利润总额中的重要组成部分。表1—5显示了并购融资顾问机构的排名情况。

投资银行从并购交易中收取费用的方式有很多种。它们会对在交易构造和战略实施——特别是敌意收购——中提供的专业服务收取咨询费。这类费用的收取与交易是否成功紧密相关。在成功完成交易的基础上，投资银行家按照交易总额的1%～2%收取费用。投资银行也可以通过为并购交易融通资金而赚取收益。除此之外，投资银行还可以设立一个套利部门，采用我们将要简单介绍的各种方式赚钱。

第四次并购浪潮结束后，投资银行的作用发生了一定程度的变化。企业界不再欢迎那些仅仅为了自己获取酬劳而促使交易实施的服务机构。正在进行并购的企业越来越多地亲自参与到交易中，由自己承担在20世纪80年代曾经委托给投资银行的一些职责。更多的公司开始引领投资银行家的工作，而不是像以前那样简单地遵照采纳他们的指导。公司管理层决定由自己来控制收购战略，这一度产生了许多富有战略意义的、被证实更好的交易。但是正如我们即将要看到的那样，随着第五次并购浪潮的发生，管理层自己开始在并购中犯下重大的错误。

表1—5　　美国金融顾问机构排名，2005-01-01—2005-12-31

排名	金融顾问机构	参与的并购交易总额（10亿美元）	参与的并购交易总数
1	高盛（Goldman Sachs & Co.）	528.218	192
2	摩根士丹利（Morgan Stanley）	458.262	152
3	摩根大通私人银行（JP Morgan Chase & Co.，Inc.）	331.625	147
4	美林集团（Merrill Lynch& Co.，Inc.）	296.304	125
5	雷曼兄弟控股公司（Lehman Brothers Holdings，Inc.）	294.455	113
6	瑞士银行（UBS AG）	279.358	137
7	花旗银行	271.075	145

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

排名	金融顾问机构	参与的并购交易总额（10亿美元）	参与的并购交易总数
8	瑞士信贷第一波士顿（Credit Suisse First Boston，Inc.）	238.222	137
9	德意志银行证券公司（Deutsche Bank Securities，Inc.）	159.243	87
10	贝尔斯登公司(Bear，Stearns & Co.，Inc.)	125.521	50

资料来源：*Mergerstat Review*，2006。

由于并购活动面临的法律环境错综复杂，对一次成功的并购交易而言，律师同样发挥着关键性的作用。与善意收购相比，律师事务所在恶意收购中发挥的作用更加重要，因为来自目标公司的一些阻力会导致法律诉讼事件。递交给美国证券交易委员会（SEC）的具体文件也需要在法律专家的指导下完成。无论是私下并购还是公开并购，都需要有律师参与，进行法律上的尽职调查。表1—6显示了2000年主要的并购法律顾问机构。会计师在并购中同样发挥着重要作用。他们需要进行独立的会计尽职调查。另外，会计师还发挥着很多种功能，比如在公司管理人员或其他专业人员工作的基础上编制财务

表1—6　　2005年美国法律顾问机构排名

排名	法律顾问机构	参与的并购交易总额（10亿美元）	参与的并购交易总数
1	盛信律师事务所（Simpson Thacher & Bartlett LLP）	385.5	118
2	沃斥特尔-利普顿-罗森&凯茨律师事务所（Wachtell Lipton Rosen & Katz）	315.5	65
3	世达律师事务所（Skadden，Arps，Slate，Meagher & Flom LLP）	312.9	189
4	沙利文&克伦威尔律师事务所（Sullivan & Cromwell LLP）	299.7	119
5	谢尔曼&斯特灵律师事务所（Shearman & Sterling LLP）	273.7	116
6	威嘉律师事务所（Weil Gotshal & Manges LLP）	269.5	169
7	佳利律师事务所（Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP）	261.6	79
8	戴维斯-波克&沃德尔律师事务所（Davis Polk & Wardell）	239.6	76
9	莱瑟姆&沃金斯律师事务所（Latham & Watkins LLP）	232.5	208
10	杜威律师事务所（Dewey Ballantine LLP）	216.5	101

资料来源：*Mergerstat Review*，2006。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预算表。在并购活动中提供重要服务的另外一类专家是评估师。他们受雇于收购方或目标公司，任务是对公司的价值进行评估。在第 14 章中我们会见到，由于采用的假设不同，得到的评估结果也会有不同。因此，评估专家需要构建包括不同假设条件的估值模型，如不同的收入增长率或成本假设等，这些假设条件在交易后可能会消失。当各种假设条件发生变化时，交易产生的最终价值也可能会发生变化。

并购套利

在并购活动中发挥重要作用的另一类专家是套利者。通常情况下，套利是指在一个市场买入一类资产，接着在另一个市场卖出这些资产。风险套利者寻求同类资产在不同市场上的价格差异，尽力从低价格市场买入并在高价格市场中卖出。套利交易者力求在同一时间内完成这些交易，从而在没有风险的情况下锁定收益。在并购中，套利者会购买有可能被收购的公司的股票，期望在交易结束时获得收购溢价。这种情况之所以被称作风险套利，是因为套利者在购买目标公司的股票时不能确定交易是否会完成。他们会评估交易完成的可能性，购买交易完成概率足够高的公司的股票。

并购套利和风险如影随形。在市场状况恶化、经济衰退时，并购交易经常会被取消。20 世纪 80 年代末就发生过这种现象，当时的股票市场在 1987 年崩盘，同时垃圾债券市场急剧萎缩。垃圾债券市场在那个时代曾经推动了许多负债型并购交易的进行。此外，随着并购浪潮的结束，并购交易的数量大幅度减少，减少了可以获取收益的套利机会。

一些投资银行设立了套利部门。但是，如果一家投资银行同时正在为客户收购某公司提供咨询服务，就必须在套利部门和直接为客户提供服务的咨询部门之间构建一道“长城”(Chinese Wall)。通过这种方式，使套利者无法利用咨询部门拥有的、未公开的内部信息来从中获利。利用内幕消息（inside information）获得金融收益是一种违反证券法规的行为。

在过去的 5～10 年间，套利业务得到了非常巨大的发展。市场上活跃着一些专门从事并购套利的基金。这些基金可以同时参与多个交易，它们通常在收购正式宣布后买入股票。由于这些基金的收益不像别的投资项目那样容易受到市场的影响（除非发生急剧的、非预期的市场逆转），因此这些基金份额成为市场上非常具有吸引力的投资对象。

杠杆收购和私人权益市场

杠杆收购（leveraged buyout，LBO）是指购买方通过债务融资来收购另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外一家企业的行为。这个术语也常常指收购上市公司并使收购后的公司私人化。杠杆收购之所以被称作私人化（going private），是因为一小群甚至单个购买者通常会购买所有公开发行的股票，被收购后，公司股票停止在证券市场上交易。管理层收购（management buyout）是杠杆收购的一种。在管理层收购中，由公司的管理人员来购买这家公司或这家公司的某个部门。

大部分杠杆收购交易的对象是中小型公司或大公司的分支部门。但是1989年科尔伯格-克拉维斯-罗伯茨公司（Kohlberg Kravis & Roberts，KKR）以251亿美元的价格杠杆收购雷诺兹·纳贝斯克（RJR Nabisco）烟草公司，成为当时历史上交易金额最大的并购案，轰动了整个金融界。杠杆收购交易在第四次并购浪潮后大幅度下降，但在第五次浪潮中又有所恢复（见图1—4），这一发展历程由包括垃圾债券市场的瓦解在内的诸多因素造成。在第7章和第8章中将详细论述这些问题。在第五次并购浪潮中复苏的杠杆交易从2005年前后开始起飞，在2005年和2006年，我们又看到了巨额杠杆交易的身影。而且从那个时候开始，杠杆交易成为名副其实的全球性交易。

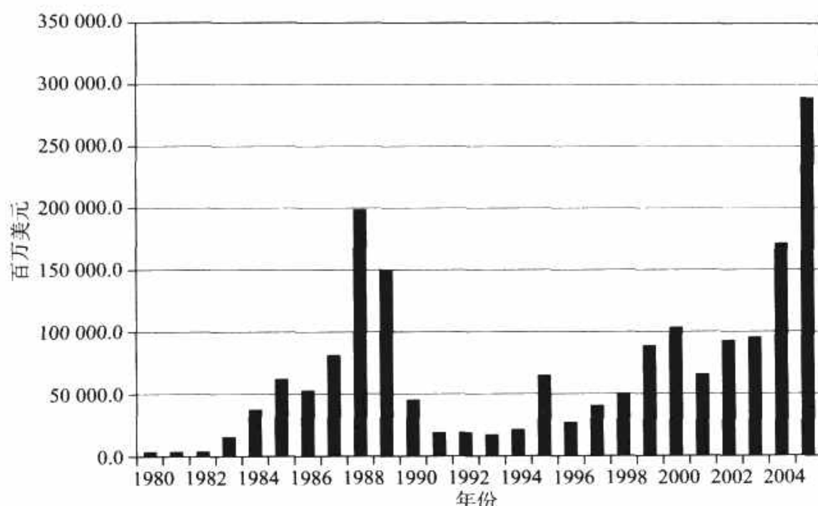


图1—4 世界范围的杠杆收购交易金额，1980—2004年

资料来源：Thomson Financial Securities Data。

杠杆收购中会运用大量的债务资金和权益投资资金。通常这种权益投资资金来自私人权益（private equity）公司设立的资金池。私人权益公司从机构投资者手中募集资金，用于购买多个公司的股份。有时候这些私人权益购买者会收购整个企业，或是获取企业的股权。有时候他们利用自己拥有的部分股权，筹集大量债务资金进行杠杆收购。近年来，私人权益业务增长迅速。我们将在第8章对私人权益资金进行更深入的论述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司重组

“公司重组”（corporate restructuring）这个术语通常指资产出售（asset selloffs），比如资产剥离（divestiture）。公司收购了其他企业，或者是通过产品线扩张等活动发展了相关的部门，后来觉得这些部门不再符合公司的发展计划，就会考虑将它们出售。将公司某个部门出售的动机可能是因为该部门业绩不佳，也可能是公司出现了财务危机，或是公司为了进行战略调整。例如，公司可能为了集中全力发展核心业务，而将非核心业务部门出售。第三次并购浪潮结束后，公司重组活动大量增加，当时许多曾通过各种收购战建立了多样化经营业务的公司开始怀疑这些合并是否明智。公司出售资产的形式有很多种，资产剥离只是其中的一种。20 世纪 90 年代初期，公司分立（spin-offs）深受业界欢迎，而股权出售（equity carveouts）则是完成资产出售的另一种方法。我们将在第 10 章中讨论各种公司资产出售方法的相对利弊。

其他的公司重组形式还有成本和劳动力重组。在 20 世纪 90 年代，我们看到许多公司通过规模精减（corporate downsizing）来提高效率。多种因素推动了这个发展趋势，包括 1990—1991 年的经济萧条和世界市场全球化带来的国际竞争压力。公司重组的另一种形式是财务重组（financial restructuring），即公司对资本结构的改变，如增加负债从而提高公司的财务杠杆。尽管这类重组在公司财务领域内很重要，并经常成为并购融资的一部分，但是本书没有把它列为公司重组的一种方式。在本书中，“重组”一词主要是指诸如资产剥离等具有更多实质形式的重组方式。

并购谈判

大多数并购是在友好的气氛中展开谈判的，通常从收购公司的管理层接触目标公司的管理层开始，谈判过程就展开了。谈判双方一般委托各自聘请的投资银行家进行谈判。由于并购通常要获得整个董事会的同意才可以实施，管理层需要让自己公司的董事会随时了解最新的谈判进展。有时候谈判过程相当顺利，很快就能达成协议。比如 1955 年沃尔特·迪士尼公司（Walt Disney Co.）以 190 亿美元收购资本城/ABC 公司（Capital Cities/ABC，美国广播公司 ABC 的前身）就是一个很好的例子。尽管这次交易规模巨大，但是两个公司的管理层协商很迅速，很快就达成了交易。但是也可能由于管理层推进交易的速度太快，会遗留下许多还没有经过仔细考虑的问题，也会比较难以实现两个公司间的协同效应。所以快速交易可能并不是最佳的。美国电话电报公司（AT&T）收购 TCI 公司是另一个快速友好收购的案例。在这项收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购交易中，买方没有做什么工作，而卖方却做了大量工作，来满足买方（AT&T）想要以更高的价格尽快达成交易的愿望。速度有助于排除不必要的竞价者，但它不利于对交易进行更深入的尽职调查。

有时候友好的谈判会遭到破坏，导致交易终止或者形成敌意收购。1995年穆尔公司（Moore Corporation）股权收购华莱士计算机服务公司（Wallance Computer Services，Inc.）就是这样一个例子。这两家公司就业务形式和印刷业务展开了持续5个月的谈判，但最后还是放弃了，交易演变成一起13亿美元的敌意收购。另一种情况是收购公司一出价，就立即被目标公司否定，交易迅速转变为敌意收购。2004年甲骨文公司（Oracle）敌意收购仁科公司（PeopleSoft）就是一个很好的例子。这次收购战因其谈判的旷日持久而显得非同寻常。在仁科公司最终屈服并接受甲骨文公司更高的出价之前，这场收购战已经持续了将近一年。

除了敌意收购外，并购通常是在各参与公司管理层谈判的基础上达成的。有收购计划的公司一般会首先发动谈判，接触目标公司的管理层，询问该公司是否愿意出售，表示自己想要购买目标公司的兴趣。目标公司可能是收购方经过广泛调研后才找到的合适目标，也可能是投资银行认为适合收购方的目标，投资银行会提出收购建议，激发收购方的兴趣。在小规模并购中，提供这种中介服务的往往是并购经纪人。

大多数并购协议会包括“重大不利变化”（material adverse change）条款。当发生会使交易价值发生重大变化的事项时，该条款允许任何一方从交易中退出。重大不利变化条款的产生是在2005年下半年，当时市场强烈要求佳腾公司（Guidant）收回其出售的心疗仪器，于是强生公司（J&J）宣布终止对佳腾公司254亿美元的收购，因其在2001年以123亿美元的巨资高价收购了阿尔扎公司（Alza）而饱受市场批评的强生公司表示，不愿意再耗费巨额资金去收购一家债务难以估计、公司价值长期受到不利影响的企业。强生公司和佳腾公司相互从法律上威胁对方，最终达成了215亿美元的较低成交价格。但是，强生公司利用重大不利变化条款以更低价格收购目标公司的策略受到了市场的抨击，并为波士顿科学公司（Boston Scientific）以更高的报价进行收购提供了方便，波士顿科学公司最终以270亿美元这个高于强生公司的报价收购了佳腾公司。

收购公司和目标公司双方都会进行价值评估以确定目标公司的价值。正如第14章中将要论述的，购买方和出售方对目标公司的估价是不一样的。对目标公司资产的使用方式不同，或者对目标公司的未来增长前景的预期不同，估值结果就会不同。如果目标公司认为自己的价值远远高于收购方愿意提供的价格，实施善意收购就不大可能。但是，如果卖方非常愿意出售，且双方能就价格达成一致，这笔交易就有可能完成。其他的比如财务和法律审批等重要问题，如果必要的话，最好在谈判结束交易完成之前解决好。

从事并购的两家公司通常会进行秘密协商，交换机密信息，使双方更好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地了解交易的价值。在佳腾公司最终以270亿美元出售给第二个报价者——波士顿科学公司后，强生公司在2006年9月对波士顿科学公司和雅培公司（Abbott Laboratories）提出了起诉。强生公司宣称佳腾公司向雅培公司泄露了机密信息，从而使后者同意以大约40亿美元的价格购买佳腾公司的强心剂生产业务，由此来降低反托拉斯监管部门的注意。强生公司指出，佳腾公司泄露该信息的行为违反了它与强生公司的最初协议。这一事件反映了并购交易的另外一种风险，即有价值的内部信息有可能被泄露。

并购谈判的披露

在1988年前，公司对在并购谈判过程中应该披露哪些信息不是太明确。在1988年贝斯克公司（Basic）诉利文森公司（Levinson）的决议书中，美国高级法院明确指出公布与谈判过程的实际情况相反的信息是违法的，这个案例具有划时代的意义。即使并购谈判刚刚开始，还没有出现可靠的成功迹象，公司也不能发布错误的或者是欺骗性的信息来蒙蔽市场。法院的这个立场与以前业界把并购提议或谈判看做是非实质性信息的观点相反。在贝斯克公司诉利文森公司的判决中，法院没有要求公司披露与并购相关的所有计划和内部信息，但是潜在的并购双方不能否认并购谈判正在进行。对于恰当的信息披露时间，法院也没有作出明确的规定。在信息披露的要求下，公司的决策会面临市场投机行为的压力。公司通常很难秘密地进行并购谈判，并且不考虑谈判时间。如果公司发现一些信息不可靠或者以前编制的报表存在错误，就有责任进行规范的信息披露，而不是让信息缓慢外泄。当市场预期公司要进行接管时，相关公司尤其是目标公司的股票价格往往会发生巨大变化。市场价格的变化会引起交易所或全美证券交易商协会（National Association of Securities Dealers，NASD）的调查。虽然交易所由于执行这些规则过于宽松而经常受到指责，但是如果被调查公司没有给予足够的回应，也会引起交易所加强针对公司的规范性措施。

并购的审批程序

在美国，每个州都制定了公司并购的审批条例。对于国内企业和国外企业而言，审批条例可能不尽相同。一旦双方的董事会达成并购协议，就需要起草一份批准交易实施的决议书，这份决议书应包括参与交易的公司名称和新公司的名称，交易的财务信息及其他相关信息，例如使用何种方法将每家公司的证券转变为新公司的证券。公司章程的任何变动都应该在决议书中指出。

接下来的程序是提请股东批准交易。在双方管理层自由协商下进行的善

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意收购通常会被股东批准。但是最近发生了一个例外情况，2005 年，荷兰出版企业 VNU NV 公司以 70 亿美元收购药物研究出版商——艾美仕健康咨询公司（IMS Health，Inc.）的决议就遭到了绝大多数股东的反对，VNU 公司的股东质疑这项收购是否合理可行，股东的否决使 VNU 公司陷入了尴尬的境地，不得不从交易中退出，不再支付 IMS 公司相关的费用。具有讽刺意味的是，VNU 公司股东否决对 IMS 公司的收购与 IMS 公司股东在 2000 年否决把公司出售给 Tri-Zetto 集团公司的情况如出一辙。

交易经过股东批准后，公司必须把并购计划呈报给相关的州政府官员（通常是州政府秘书）审批。包含交易计划在内的一整套文件被称为兼并或合并文书。一旦州政府官员认为收到的文件符合规定，就会签发同意实施并购的证书。美国证券交易委员会的规定要求公司在征求股东批准的同时提交 14A 计划表。这项规定中的第 14 条款要求，当需要股东对并购、重要资产出售、企业清算或解散等活动进行投票表决时，公司必须向股东阐明具体信息。对于并购而言，这些信息包括交易的条件和原因、交易的会计处理和交易带来的税收影响。此外，还包括财务报表、遵守州政府和联邦政府相关法规的声明、公正意见书和其他的相关文件。

董事会特别委员会

董事会会选举成立一个特别委员会来评估公司的并购提案。如果一些董事可以从并购中获得个人利益，比如并购提案的条款可以让执行董事从中获益，那么这些董事就不能成为特别委员会的成员。交易越复杂，就越需要成立特别委员会。特别委员会需要寻求法律顾问的指导来解决一系列的法律问题，比如交易的公正性、商业判断准则以及其他许多法律问题。特别委员会（一般还加上董事会）需要确定已经审慎考虑了交易的所有事项。因为法院有可能会在以后审查决策过程，就像史密斯诉范戈科姆案一样（参见第 14 章）。在那个案件中，法庭认为公司的决策过程不够充分，虽然结果本身有利于股东，但是董事会仍负有不可推卸的责任。

公正意见书

董事会聘请外部评估机构，比如投资银行或专业评估公司，来评估交易的条件和价格，这种现象非常普遍。评估机构会出具一份公正意见书，声明出价在其认为的合理范围之内。这在史密斯诉范戈科姆案发生后变得更加重要，这起案件促使董事会更加谨慎行事。董事会为避免法律压力，会寻求公认的权威机构出具公正意见书。

据调查，价值低于 50 亿美元的交易，出具公正意见书的平均费用为 60 万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元；价值超过 50 亿美元的交易，出具公正意见书的平均费用为 460 万美元。[①] 这些意见书简明扼要，通常只对基本财务分析进行有限的讨论。作为意见书的一部分，评估机构必须指出哪些内容是经过调查和核实的，哪些内容不是。收取的费用及任何潜在的利益冲突也应该予以披露。

投票表决

在达成一致的条款并获得董事会的批准后，并购交易必须提交股东大会进行投票表决。公司章程中规定了获得股东大会批准所需要的票数，公司章程受各州公司法的监管。投票表决后，公司要将必要的文件提交给公司注册所在州的管理机构。这个步骤完成后，只要再完成交易对价的支付，整个交易就完成了。

简单形式的并购

在不需要股东批准程序的情况下，可以进行简单形式的并购（short-form merger）。如果公司股票集中在少数人手中，比如提议进行并购的管理层手中，股东批准程序就可以省去。一些州的法律允许少数股东可以不征求其他股东的同意，自行决定是否进行交易。董事会只需要通过决议就可以批准并购。

只有当内部人持股超过所在州公司法规定的某个比例时，才能进行简单形式的并购。具体比例根据公司注册所在州的法律规定有所不同，一般在 90%～95%的范围之间。特拉华州的法律规定，可以进行简单形式的并购的最低持股比例为 90%。

股权冻结和少数股东的应对策略

显然并购方案必须获得大多数股东的同意才能够实施。一般来说，获得 51%的股东同意是最低界限。当大多数股东同意交易后，没有投票支持交易的少数股东也需要出售他们的股份。在这种情况下，少数股东的权益地位被冻结了。只要求获得大多数股东的赞同而不是全部股东的赞同可以防止出现拒不合作的现象，即少数股东除非能获得收购价格以外的补偿，否则就会设法阻止交易完成。但并不是说持反对意见的股东就没有任何权利，如果这些股东认为他们的股票价值远远超过收购价格，他们可以向法庭提出要求行使

---

① *The Daily Deal*, February 28, 2001. Source: Comm Scan/Computsoft Research Ltd., New York.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东估价权。为了成功地行使这些权利，持反对意见的股东必须遵循正确的程序。其中最重要的一点是必须在规定的时间内提出反对意见。然后就所持股份的“公允价值”（fair value）与实际收到的购买价格之间的差额，他们可以要求获得现金补偿。当然，公司通常不会这样做，因为支付现金补偿会引起其他股东的利益问题。在这类诉讼案件中，持反对意见的股东很难获胜。只有当股东提出异议后，公司仍然不采用股票的公允价值时，持反对意见的股东才会提出诉讼。如果发生诉讼，法院一般会委派一名评估师协助确定股票的公允价值。

购买资产与购买股票的比较

并购采用的最一般的方法是买入目标公司的股票，另一种方法是买入目标公司的资产。在资产收购中，收购方只需买入目标公司中符合自己需要的那部分资产即可。资产收购后，如果目标公司仍保留了大部分资产，那么这项交易只是针对目标公司的部分收购；如果目标公司的全部资产都被购买了，那么目标公司就成为一个只拥有收购中得到的现金和证券的空壳公司。在这种情况下，目标公司可以选择向股东支付清算股利，然后解散公司。当然，目标公司也可以使用这些流动资产购买其他资产或企业。

设计交易结构

大多数并购交易采用一种三方结构（triangular structure），即收购方设立一家子公司，以便于收购目标公司。收购方设立一家空壳子公司，用母公司的现金或者股票购买子公司的股份。然后用这些现金或股票来收购目标公司的资产或股票。目标公司通常在资产被收购后进行清算。如果收购的是目标公司的股份，那么目标公司随后并入子公司。子公司拥有目标公司的全部资产和负债。并购后子公司被保留下来的这种交易结构有时称作正向三方并购（forward triangular merger）。另一种结构称作反向三方并购（reverse triangular merger），即子公司被并入目标公司，子公司在并购后不复存在，而目标公司继续经营。设立子公司，运用这种三方结构进行并购的优势是：收购方在获得目标公司控制权的同时，不需要直接承担目标公司已知和潜在未知的负债。

承担卖方债务

如果收购方买下目标公司的全部股票，它就要承担卖方的所有债务。股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票所有权的转移不会使新的所有者豁免卖方原有的债务。大多数州的法律对原公司的债权人提供了这种保护措施。有时候这也被称作继承债务（successor liability）。收购方可能会只购买目标公司的资产而不购买股票，来达到尽量避免承担卖方债务的目的。但是，在收购方购买了目标公司大部分资产的情况下，法院会规定收购方必须对卖方的债务负责。这就是所谓的信托基金原则（trust funds doctrine）。法院也可能判定这类交易在本质上就是并购——收购方购买了目标公司的资产，从收购意图与目的来看，这类交易都是并购活动。收购方对卖方的其他承诺（比如工会合同）也负有继承债务的责任。美国国家劳动关系委员会（The National Labor Relations Board）的观点是，工会的集体谈判协议在并购后仍旧有效。正如我们前面指出的，利用子公司这样的三方交易结构，卖方公司的债务被置于子公司中，从而与母公司相分离。

资产收购的优势

与股票收购相比，资产收购的好处之一是，出价方可以不必征得股东的同意。只有在出价方需要用股票去购买目标公司的资产，并且授权股票数量不足以完成交易的情况下，才需要得到股东的同意。如果没有足够的授权股票，出价方就需要采取必要措施，包括修改公司章程等，来得到股东的批准。这与目标公司所处的地位不同，它的股东可能不得不同意出售公司的大部分资产。提案通过所需股东赞成票的比例规定通常和股票收购相同。

资产出售

当一家公司选择向其他公司出售所有资产时，这家公司就成为一家只拥有现金和/或证券资产的空壳公司。公司可以选择将所有现金作为清算股利发放给股东，然后解散企业。资产出售的收入也可以以现金回购股权（cash repurchase tender offer）的方式发放，也就是说，公司用出售资产所获得的收入来回购自己的股权。公司也可以选择继续经营，用这些流动资产购买其他资产或企业。那些没有资产但选择存续的公司要受到《1940 年投资公司法》的管制。该法案是大萧条和 1929 年股市崩溃后的经济复苏期内通过的一系列证券法规之一，适用于资产出售后还拥有 100 名以上股东的公司。它要求投资公司必须在美国证券交易委员会注册，并接受美国证券交易委员会的监管。该法案还制定了对投资公司的监管标准，主要包括：

- 促进投资公司业务活动的措施；
- 报告要求；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 公开出售证券的定价；
- 证券发行的销售计划书；
- 投资公司证券投资组合中的资产配置要求。

如果一家公司在出售了全部资产后，选择将资产出售所获得的收入全部投资于国库券，那么这些投资不受投资公司法管理。投资公司有两类：开放式投资公司（open-end investment company）和封闭式投资公司（closed-end investment company）。开放式投资公司通常是指共同基金（mutual fund），所发行股份的价值等于扣除运营成本后的基金价值除以已被购买的股份数。共同基金股份数量的增加或减少取决于卖出的新股数量和赎回的已发行股份数量。封闭式投资公司在最初发行一定数量的股份后，一般不再发行新的股份。这些股份的价值取决于基金股份的出售所得进行投资后的价值。

买壳上市

买壳上市（reverse merger）是指这样一种并购：私人控股公司通过兼并一家业绩不佳或只剩下一个空壳的上市公司，来达到上市的目的。合并后的公司可以直接发行股票，而不必花费首次公开发行（initial public offering，IPO）所需要的全部费用。买壳上市后，私人控股公司的股权流动性大幅度增强。买壳上市的另一个好处是，私人控股公司能够很快地完成上市过程。此外，买壳上市后，私人控股公司的股票可以公开交易，这比收购其他目标公司更加具有吸引力。大多数买壳上市的主导者是寻求低成本上市的小规模公司。最近发生的一起买壳上市案是 2001 年 3 月艾里尔公司（Ariel Corporation）和玛雅网络公司（Mayan Network Corp.）之间 2.29 亿美元的交易。在这宗交易中，玛雅网络公司收购了艾里尔公司。玛雅公司的股东在合并后公司中拥有 90%的股份，而艾里尔公司的股东只拥有剩余的 10%的股份。由于大多数买壳上市交易都是发生在小公司之间，这起买壳上市案就因交易规模庞大而显得不同寻常。这项交易给两家公司都带来了好处：对于最近才首次签下了两家客户的玛雅网络公司而言，通过交易可以马上进入公开市场；而股价和财务状况表现很差的艾里尔公司则拥有一次改善财务状况的新机会。①

控股公司

除了兼并和收购，收购公司还可以选择只购买目标公司的部分股票而成

① Danny Forsten, "Mayan Snares Ariel in $229 Million Reverse Merger," *The Daily Deal*, 30 March 2001, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为控股公司（holding company），即拥有足够多的股份而享有对目标公司的控制权。控股公司的历史可以追溯到1889年，当时新泽西州最先通过法令，允许成立以持有其他公司股份为明确目的的公司。如果收购方买下目标公司100%的股份，那么目标公司就成为收购方的全资子公司（wholly owned subsidiary）。但是为了实现控制某家公司的目的，收购方不需要买入公司的全部股份。实际上收购方甚至不用掌控公司51%的股权就可以实现对目标公司的控制。对于股权相当分散的公司而言，只要拥有其发行在外股份的10%～20%，就可以有效地实施控制。

优　点

控股公司具有一些优点，从而使这种形式的控制权交易成为外部收购中一种比较可取的方式。其中一些优点如下：

- 较低的成本。采用控股公司的结构，收购方可以使用比100%的股票收购较少的投资来获得对目标公司的控制权。很明显，购买的股票数量少，整个购买金额就会比较低。此外，由于市场上的股票需求比较少，公司股价上涨的压力就比较小，因此每股的购买价格也会较低一些。购买方还可以在较长的一段时期内一点一点地购买股票，从而尽量把目标公司股价上涨的压力降到最低。
- 不需要支付控股溢价。由于购买的数量没有达到目标公司股份的51%，因此不需要支付收购51%～100%的股权时通常需要支付的控股溢价。
- 以部分所有权达到控制目的。如前所述，持有目标公司不到51%的股权也可以掌握对公司的控制权。这样，控股公司就可以根据自己的经营目标对目标公司施加影响。
- 不需要征得股东的同意。在联邦法律和州法律允许的范围内，控股公司可以直接购买目标公司的股票，而不需要征得目标公司股东的同意。在第3章中我们会讲到，这种做法现在变得越来越困难，因为如果股东持严重的反对意见，各种法律规定会让控股公司很难获得对目标公司的控制。

缺　点

控股公司也存在一些缺点，从而使这种交易方式只有在某些特定的环境下才具有吸引力。其中一些缺点如下：

- 重复纳税。控股公司结构使原来的公司结构又增加了一层。股东收益通常会遭受双重纳税。收入需要缴纳公司所得税，一部分税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后收入会以股利的形式发放给股东，然后股东需要为这部分股利再次缴纳个人所得税。控股公司获得的股利是已经缴纳了公司所得税后的税后收入，派发给控股公司股东之前，这部分收入还需要作为控股公司的所得再次缴纳公司所得税。这相当于公司的收入进行了三次纳税（triple taxation）。但是，如果控股公司持有子公司80%以上的股权，美国国家税务局（Internal Revenue Service）允许将收入合并处理，合并后，母公司获得的股利不需要再纳税。如果控股公司持有的股权不到80%，就不能合并收入，但是在股权的70%～80%的这部分股利可以不交税。

● 反托拉斯问题。控股公司的合并可能会面临一些与外部收购相同的反托拉斯问题。如果监管当局发现控股公司的结构存在反竞争性，就会要求控股公司放弃对目标公司的控制权。由于上述要求很容易实现，因此与整合的公司结构相比，监管当局更容易要求控股公司放弃一部分所有权。

●缺乏100%的所有权。虽然不用购买100%的股权就能成为控股公司，从而带来大量的成本节约，但这也会使控股公司必须面对其他对公司具有一定控制力的外部股东。双方对公司的发展方向可能会产生分歧。

特殊购买并购公司

特殊购买并购公司（special purchase acquisition vehicles，SPACs）是指通过首次公开发行筹集资金，专门从事并购交易的公司。通常所筹集资金的80%～90%会以信托的形式交由公司进行并购投资，赚取一定的收益率。剩下的资金则用来支付相关费用。股东通常有权否决收购提议。此外，如果公司没有完成收购交易，资金在扣除相关费用后，连同产生的资本收益全部退还给股东。

对于投资者而言，这类投资的风险比较大，因为很可能公司不能完成收购。如果发生了这种情况，投资者收回的资金会比最初投入的少。即使公司最终完成了交易，投资者在事先也并不知道具体的收购目标。

特殊购买并购公司的首次公开发行比较特殊，在许多方面与传统的IPO相区别。除了已经讨论的发行公司的性质不同外，特殊购买并购公司首次发行的证券通常是成套销售的，一套证券包括一份股票和一两份权证。权证一般可以与股票分离，在IPO的几个星期后可以单独交易。由于市场流动性较差，这类股份通常以贴水价格交易，与许多封闭式基金相似。投资IPO后的证券是很有意义的，这类证券代表某个经济实体的股份，它们持有的资金数额确定，但可能以低于该金额的价格交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章

并购的历史

在许多金融学教材中，很少有人关注并购的发展历史。通常人们都比较重视金融领域的最新发展和创新。在美国尤其如此，人们不太重视那些已经不再新奇的事物。以前发生的许多错误和失败的交易类型重现，丝毫不会让人感到惊讶。市场似乎毫无记性，错误的并购交易总是重复发生。正是由于这个原因，我们需要了解并购领域的历史，掌握这些知识有助于我们找出过去发生的、存在问题的交易类型。

并购浪潮

美国历史上总共掀起过五次并购高潮，人们通常称之为并购浪潮。企业并购浪潮具有周期性特征，也就是说，在每一次并购高潮过后，总会出现一段并购活动相对较少的时期。前四次并购浪潮分别发生在 1897—1904 年、1916—1929 年、1965—1969 年以及 1984—1989 年。并购活动在 20 世纪 80 年代末期有所减少，但到 90 年代初又重新抬头，从而拉开了第五次并购浪潮的序幕。不同时期的并购浪潮促成了美国企业结构的重大改变，使美国经济由原先的以中小型企业为主导的形式转变为当前由成千上万的跨国公司构成的形式。本章重点阐述最近的几次并购浪潮，因为它们与并购领域最近的发展趋势有着更为密切的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么引起了并购浪潮?

研究表明，并购浪潮一般由经济合并、管制和科技冲击引起。[①] 经济冲击以经济扩张的形式出现，它促使企业扩张业务以迎合经济中快速增长的总需求。与组织内部的结构增长相比，并购是一种更快的扩张形式。影响企业合并的管制障碍被消除时，就会发生管制冲击。美国改变银行法，不再禁止银行跨州经营或者进入其他行业就属于这类例子。科技冲击以多种形式发生，因为科技变革会引起各行各业发生巨大的变化，甚至产生新的产业。哈福德(Harford) 指出，各种各样的冲击就其自身力量而言，一般并不足以引起并购浪潮发生。[②] 他从产业的角度而不是并购活动总规模的角度考察了 1981—2000 年间发生的并购浪潮。对这一期间发生的 35 个产业并购浪潮的研究表明，资本流动性也是发生一轮并购浪潮的必要条件。他的研究还表明，错误的市场估值或管理层的市场安排可能会引起特定交易的发生，但不是引起一轮并购浪潮的原因。但是，哈福德认为市场估值错误的结论与罗兹-卡诺普夫、鲁宾逊和维斯瓦纳坦（Rhodes-Kropf，Robinson and Viswanathan）关于市场估值错误和估值错误引起并购活动的结论相矛盾。[③] 后者通过比较市盈率和真实估值对市场估值错误进行了测量，他们并不认为估值错误是引起并购浪潮的唯一原因，但是估值错误确实对并购浪潮的发生产生了重要作用，并且估值错误的程度越大，并购的潜在收益越大。

第一次并购浪潮，1897—1904 年

第一次并购浪潮发生在 1883 年的大萧条之后，在 1898—1902 年达到了顶峰，最后结束于 1904 年（参见表 2—1 和图 2—1）。这轮并购几乎影响了采矿行业和制造行业所有的大公司，但是在一些行业中，并购发生的概率相对更高一些。根据美国国家经济研究局（National Bureau of Economic Research）教授拉尔夫·纳尔逊（Ralph Nelson）的研究，金属、食品、石油、化工、交通设备、金属制品、机械和煤炭等八个主要行业发生的并购活动最多。[④] 这次浪潮中约有 2/3 的并购交易发生在这八个行业。第一次并购浪潮以横向并购为主（见表 2—2 和图 2—2)。这段时期发生的许多横向并购和行业合并形成了

---

① Mark Mitchell and J. H. Mulherin, "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity," *Journal of Financial Economics*, 41, 1996, 193-229.

② Jarrad Harford, "What Drives Merger Waves," *Journal of Financial Economics*, 77 (3), September 2005, 529-560.

③ Matthew Rhodes-Kropf, David T. Robinson, and S. Viswanathan, "Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics*, 77 (3), September 2005, 561-603.

④ Ralph Nelson, *Merger Movements in American Industry: 1895—1956* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1959).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接近垄断的市场结构。因此，这段并购时期以产生大型垄断企业而著称。这段时期发生了第一例金额超过 10 亿美元的巨额并购交易，J. P. 摩根（J. P. Morgan）创立的美国钢铁公司（U. S. Steel）收购了由安德鲁·卡内基（Andrew Carnegie）创立的、在亨利·克莱·弗里克（Henry Clay Frick）和他自己经营下的卡内基钢铁公司（Carnegie Steel），成立了由摩根控制的联邦钢铁公司（Federal Steel）。不过，摩根也收购了其他一些钢铁公司，比如美国马口铁公司（American Tin Plate）、美国钢箍公司（American Steel Hoop）、美国钢板公司（American Steel Sheet）、美国桥梁公司（American Bridge）、美国线钢公司（American Steel and Wire）、国际贸易航运公司（International Mercantile Marine）、国民钢铁公司（National Steel）、国民钢管公司（National Tube）和谢尔比钢管公司（Shelby Steel Tube）。合并在美国钢铁公司旗下的这些公司控制了美国 75%的钢铁产业。[①] 最后形成的钢铁巨人一共兼并了 785 家独立的钢铁生产企业，美国钢铁公司的产量曾一度达到美国钢铁生产总量的 75%。

表 2—1　　1897—1904 年的并购交易

年份	并购交易数量
1897	69
1898	303
1899	1 208
1900	340
1901	423
1902	379
1903	142
1904	79

资料来源：Merrill Lynch Business Brokerage and Valuation, *Mergerstat Review*, 1989。

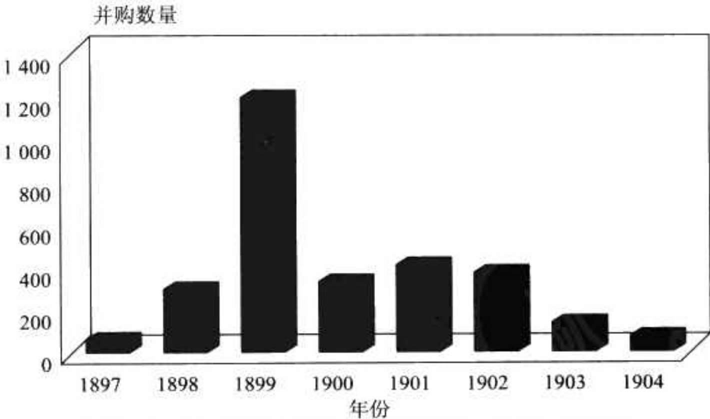


图 2—1　第一次并购浪潮中的并购数量，1897—1904 年

① Ron Chernow, *The House of Morgan* (New York: Grove Press, 1990).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2—2 **并购类型分布，1895—1904 年**

并购类型	百分比（%）
横向	78.3
纵向	12.0
横向与纵向	9.7
总计	100.0

资料来源：Neil Fligstein, *The Transformation of Corporate Control* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1990), p. 72。

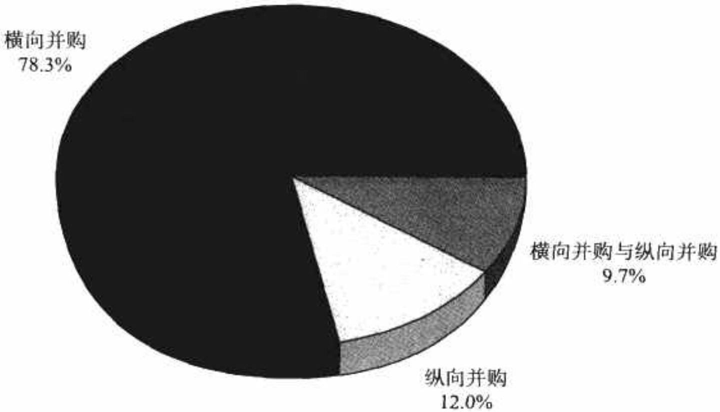


图 2—2　第一次并购浪潮中并购类型分布

资料来源：Nelson 1959 and Neil Fligstein, *The Transformation of Corporate Control* (Cambridge, MA.: Harvard University Press, 1990), p. 72。

除了美国钢铁公司外，当前的一些大型产业巨头也产生于第一次并购浪潮中。包括杜邦公司（DuPont Inc.）、标准石油公司（Standard Oil）、通用电气公司、东方柯达公司（Eastman Kodak）、美国烟草公司［American Tobacco Inc.，1994 年被布朗和威廉森（Brown and Williamson）兼并，在 2004 年转而被 R. J. 雷诺兹（RJ Reynolds）兼并］和航星国际公司［Navistar International，前身为国际收割机公司（International Harvester），在 1986 年卖掉农业业务后，成立了航星国际公司］，这些公司如今都拥有很大的市场份额，早在第一次并购浪潮结束时，这些公司就已在业界领先。例如，主宰产品市场的公司并不只有美国钢铁公司一家，美国烟草公司当时占有 90%的市场份额，J. D. 洛克菲勒（J. D. Rockefeller）拥有的标准石油公司占有 85%的市场份额。在第一次并购浪潮中，300 起主要的并购活动遍及许多行业，控制了全国 40%的制造业资本。纳尔逊认为，这次并购活动使 3 000 多家公司不复存在。

到 1909 年，100 家最大的工业企业控制了所有工业企业接近 18%的资产。即使是《1890 年谢尔曼反托拉斯法》的实施也没能阻止这一时期频繁的并购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

活动。司法部要对谢尔曼法的效力不足负主要责任。在20世纪早期的这段并购集中发生期，负责执行反托拉斯法的司法部门忙于处理工会事务，由于人手不足而无法有效实施反托拉斯法。因此，这一时期的反托拉斯限制没有任何意义，丝毫不能减少横向并购和行业合并的发生。

到第一次并购浪潮结束时，美国工业的集中程度有了显著提高。某些行业，比如钢铁行业的企业数量急剧减少，某些行业甚至仅有一家企业幸存。具有讽刺意味的是，垄断性行业是在谢尔曼法通过之后形成的。除了司法部门缺少人员以外，法庭最初不愿意详细解释该法案的反垄断规定也是谢尔曼法不起作用的重要原因。例如，1895年美国高级法院判决，美国食糖精炼公司（American Sugar Refining Company）不构成垄断，没有限制贸易的行为。[①] 在判决的时候，高级法院没有注意到这样一个事实，即食糖托拉斯集团已经控制了美国食糖精炼能力的98%。这次有利于垄断的判决为杜邦、东方柯达、通用电气、国际收割机、标准石油和美国钢铁等公司的并购活动打开了绿灯，它们可以进行并购而无需考虑法律上的障碍。[②] 法院最初将谢尔曼法主要用于对股东托拉斯的监管，在股东托拉斯中，投资者投资于某一企业并把股份证书委托给公司的董事，公司董事保证股东根据“托拉斯凭证”获得股利。

由于错误地将重点放在对股东托拉斯的监管上，因此在第一次浪潮中，谢尔曼法没有被用来阻止某些行业形成垄断。一些主要的行业领导者，比如摩根集团的J. P. 摩根、标准石油的J. D. 洛克菲勒和花旗银行发起成立了股东托拉斯，其主要目的是为了改善国内许多企业在疲软的经济环境中业绩不佳的状况。当时许多行业中有大量效率低下的小企业，他们认为这种行业结构是造成企业业绩不佳的原因之一。他们重新整合了各行业内经营失败的企业，迫使那些陷入困境中的公司的股东把股票换成控股公司的托拉斯凭证，从而控制这些企业，同时也控制其他许多竞争者。运用这种控制手段，J. P. 摩根得以在激烈的竞争中任意驰骋，而正是这种激烈竞争导致许多行业内企业经营状况的恶化。由于在行业中的支配地位，J. P. 摩根能够让投资者相信他们销售的证券是那些业绩良好的公司发行的。J. P. 摩根最早的收购重点是铁路行业，那个时候，铁路行业占有纽约证券交易所内上市股票的绝大部分。由于这个行业的资本需求量很大，铁路企业通过投资银行在美国和欧洲市场大量发行股票和债券来筹集资金。但是，该行业容易在费率方面陷入激烈竞争，并为此争得你死我活。摩根憎恶这种没有限制的竞争，他尝试利用控股公司托拉斯的形式整合该行业，继而整合其他行业。在控股公司托拉斯下，那些野心勃勃、争强好胜的管理者被解雇，取而代之的管理者将致力于建设一个更加有序的市场。在进行并购活动时，摩根主要考虑了投资者对收益率的追求，而没有考虑这些合并给消费者带来的后果。

---

① Joseph R. Conlin, *The American Past* (Fort Worth, TX: Harcourt Press, 1997), p. 500.

② George Stigler, “Monopoly and Oligopoly by Merger,” *American Economic Review*, 40, May 1950, 23—34.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

托拉斯不断发展，并在许多行业中形成主导。其中包括美国棉籽石油托拉斯（American Cottonseed Oil Trust）和全国领先托拉斯（National Lead Trust），它们在各自行业中占主导地位。摩根银行就曾先后控制了第一国民银行（First National Bank）、国民商业银行（the National Bank of Commerce）、第一芝加哥国民银行（the First National Bank of Chicago）、自由国民银行（Liberty National Bank）、大通国民银行（Chase National Bank）、汉诺威国民银行（Hanover National Bank）和阿斯特国民银行（the Astor National Bank）。[①]

除了联邦反托拉斯法的执行不力外，其他一些法律原因也促使了第一次并购浪潮的兴起。比如，一些州的公司法逐渐放宽规定，让公司在获得资本、持有其他公司的股票和扩大业务经营范围方面享有更大的空间，这些为公司实施并购活动创造了良好的环境。资本的易于获得使公司在并购时能够筹集到必要的资金，公司法还放松了对公司持股行为的规定，允许公司出于收购目的而持有其他公司的股票。

并不是所有州都放松了公司法的规定，结果导致在法律规定比较宽松的州发生的并购活动远远多于其他州。新泽西州的并购活动走在各州的最前面，紧随其后的是纽约州和特拉华州。1888 年新泽西州通过了控股公司法，大大地放松了该州的公司法规定，使控股公司托拉斯得以形成，新泽西州因此成为设立这种公司的目标场所。这一举措迫使其他州也颁布相似的法律，而不是眼睁睁看着许多公司转移到新泽西州。但许多公司还是选择去新泽西州注册成立，这是新泽西州有众多公司广泛地参与第一次并购浪潮的原因。到1915 年时，由于各州公司法之间的区别逐渐消失，这种趋势急剧下降。

美国交通系统的发展是促成第一次并购浪潮的另一个主要因素。南北战争后，主要铁路系统的建立使公司能够为全国市场而不只是为地区市场服务。横跨大陆的铁路，比如 1869 年建成的联合太平洋—中央太平洋铁路，将美国西部与全国其他地区连接了起来。许多公司不再认为市场潜力受狭义上的市场边界限制，开始大幅度扩张，以充分利用现在更为广阔的市场。面对来自远方竞争对手的挑战，公司选择和当地竞争者合并来保持市场份额。全国交通系统的变革使公司可以更便捷、更廉价地向远方市场供应商品和服务。从1882 年到 1900 年，铁路运输的成本平均每年以 3.7%的速度下降。[②] 在 20 世纪初期，虽然对交通服务的需求不断增加，但交通成本几乎没有上升。

其他的一些结构性变化也有助于公司为全国市场提供服务。例如，邦萨克卷烟机的发明使美国烟草公司只需使用相对较少的机器就可以供应全国的香烟市场。[③] 随着生产规模和销售规模的扩张，公司开始追求规模经济。例

---

① Nell Irvin Painter, *Standing at Armageddon: The United States, 1877—1919* (New York: Norton, 1987), pp. 178—179.

② 同上书。

③ Alfred D. Chandler, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business* (Cambridge, MA: Belknap Press, 1977), p. 249.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如，标准石油托拉斯仅仅通过 3 个炼油厂就控制了全球 40%的石油生产。削减多余的工厂可以使生产效率大大提升。[1] 美国经济在这段时期，为了追求规模经济，许多制造行业也发生了类似的扩张过程。公司及管理层开始研究生产流程，以提高自己参与不断扩张的大规模生产活动的能力。[2] 公司规模的扩大对管理能力提出了更高的要求，促使管理活动进一步向专业化发展。

上文曾提到，第一次并购浪潮在 1897 年才开始，但是第一场大规模的接管战役（takeover battle）要早得多——发生在 1868 年。“接管战役”这个术语在今天通常被用来描述公司收购过程有时候发生的激烈冲突，但就字面意思而言，它更适合于早期公司兼并时发生的冲突。1868 年控制伊利铁路（Erie Railroad）的接管战役就是一个这样的例子。这次接管战发生在柯内流斯·范德比尔特（Cornelius Vanderbilt）与丹尼尔·德鲁（Daniel Drew）、吉姆·菲斯克（Jim Fisk）和杰伊·古尔德（Jay Gould）之间。作为主要的反接管防御措施之一，伊利铁路的保卫者在没有经过监管当局批准的情况下，擅自发行了大量股票。那个时候，向法官和政府官员行贿十分普遍，违反公司法后受到的处罚力度很弱。在目标公司雇用了警卫和配备了枪支弹药来保护总部后，这一夺取铁路控制权的接管战役发生了根本性逆转。最后范德比尔特放弃了对伊利铁路的接管企图，将注意力转向其他一些实力较弱的目标公司。

19 世纪末期，这些接管战役促使公众开始日益重视不道德的商业行为。在 19 世纪 90 年代公司法没有得到有效执行。为了应对反铁路垄断的抗议，美国国会在 1897 年成立了州际贸易委员会（Interstate Commerce Commission）。哈里森（Harrison）、克利夫兰（Cleveland）和麦金利（Mckinley）政府（1889—1901 年）都倾向于支持市场化，任命的委员会成员都是铁路管制的支持者。直到 19 世纪末 20 世纪初通过了反托拉斯法和大萧条后通过了更为严格的证券法，司法系统才拥有足够的权力来制止不道德的接管策略。

由于缺乏足够的法律约束，银行业和工商业界制定了本行业自己的道德行为标准。投资银行家以非书面协议的形式遵守这些规定，他们只与那些遵守更高道德标准的公司做生意。直到今天英国还保留了这些自愿规定。虽然这些非正式标准不能排除接管过程中的所有不正当行为，但是在第一次并购浪潮中，它们确实为合理的商业行为创造了舞台。

使第一次并购浪潮结束的原因是金融因素而不是法律限制。首先，20 世纪初造船托拉斯的崩溃引发了虚假融资风险。其次，并且最重要的是，在 1904 年股票市场崩溃后，1907 年紧接着发生了银行业的恐慌，许多国民银行纷纷倒闭，最终为联邦储备体系的建立铺平了道路。下滑的股票市场和脆弱的银行业使并购活动严重缺乏基本的融资来源。所有这些原因导致了第一次

---

① Alfred D. Chandler, “The Coming of Oligopoly and Its Meaning for Antitrust,” in *National Competition Policy: Historian's Perspective on Antitrust and Government Business Relationships in the United States*, Federal Trade Commission Publication, August 1981, p. 72.

② Rober C. Puth, *American Economic History* (New York: Dryden Press, 1982), p. 254.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并购浪潮的结束。一些经济史学家解释，在第一次浪潮中发生的许多横向并购是为了获得规模经济。公司通过并购扩大规模，降低单位成本，从而提高效率。不过，这些并购大多数以失败告终，这个事实表明这些公司在提升效率方面做得不是很成功。在 1901—1909 年西奥多·罗斯福（Theodore Roosevelt）总统的执政期间，反托拉斯环境逐渐变得更加严峻。虽然罗斯福的执政不是造成第一次并购浪潮结束的重要原因，但以“托拉斯解散者”（trustbuster）著称的罗斯福不断地对反竞争行为施加压力。

政府最初在反托拉斯诉讼中经常败诉，但在罗斯福执政后期，政府在法庭上开始越来越多地赢得诉讼。1904 年最高法院对北方证券（Northern Securities）一案的判决是一个里程碑，表明政府在反托拉斯行动上取得了巨大的成功。尽管罗斯福总统赢得了“托拉斯解散者”的美名，但是成功地分拆了一些大型垄断企业的是他的继任者威廉·霍华德·塔夫脱（William Howard Taft）总统。具有讽刺意味的是，在垄断企业分解过程中形成的许多公司最终还是发展成了大型垄断公司。例如，标准石油被分解成许多家公司，其中新泽西标准石油公司（Standard Oil of New Jersey）后来演变成埃克森公司；纽约标准石油公司（Standard Oil of New York）演变成美孚公司，后者于 1998 年被埃克森公司兼并；加利福尼亚标准石油公司（Standard Oil of California）演变成雪佛龙公司（Chevron），并在 2001 年收购德士古公司（Texaco）；印第安纳标准石油公司（Standard Oil of Indiana）变成阿莫科公司（Amoco），在 1998 年被英国石油公司（British Petroleum，BP）收购。随着石油市场的全球化，最近发生在原标准石油公司一些成员之间的并购活动反映了这次分解在一定程度上被撤销，这些洛克菲勒公司的后代们正面临着更严峻的国际竞争。

第二次并购浪潮，1916—1929 年

最近的诺贝尔经济学奖得主，前芝加哥大学教授乔治·斯蒂格勒（George Stigler）将第一次和第二次并购浪潮对比称为“为了垄断的并购”和“为了寡头的并购”。在第二次并购浪潮中，一些不同的行业被合并。并购的结果常常是形成了寡头而不是垄断的行业结构。同时，在第一次并购浪潮中形成的合并模式，在第二次并购浪潮中继续存在。在第二次并购浪潮期间，在第一次世界大战后经济复苏的背景下，美国经济持续发展，这为等待已久的证券市场提供了大量的投资资本。良好的经济环境和宽松的收益要求使资本更容易获得，这为 1929 年股票市场崩溃埋下了伏笔。

20 世纪 20 年代的反托拉斯环境比第一次并购浪潮前更加严峻。到 1910 年，国会更加关注市场和垄断权力的滥用问题。谢尔曼法不能有效制止垄断的形成，这一点也变得越来越明显。因此，国会在 1914 年通过了克莱顿法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(the Clayton Act)，该法案加强了谢尔曼法中的反垄断条款（谢尔曼法和克莱顿法的详细介绍见第 3 章）。20 世纪头十年的后期，由于经济复苏和银行体系的重建，这部反托拉斯法案成为制止垄断形成的重要工具。由于更加严峻的反托拉斯环境，在第二次并购浪潮期间很少形成垄断，更多的是形成寡头和实施纵向并购。除此之外，许多处于不相关行业中的企业开始合并，第一次大规模地形成综合性企业。不过，虽然这些合并的企业不直接生产同种产品，但它们通常拥有相似的生产线。

在克莱顿法和谢尔曼法的协助下，与第一次并购浪潮相比，政府可以更加有效地执行反托拉斯法。不过，政府的主要工作并不是阻止反竞争性的并购，而是将重点放在打击不公平的商业竞争行为和防止出现卡特尔或联营行为上（见图 2—3)。这一期间，许多行业广泛地实施了固定价格策略，与当时以纵向并购或混合并购为主的合并相比，这被认为是对竞争的更大威胁。与第一次并购浪潮一样，第二次并购浪潮中也形成了许多存续至今的著名公司，比如通用汽车、IBM、约翰迪尔公司（John Deere）和联合碳化物公司（Union Carbide Corporation)。

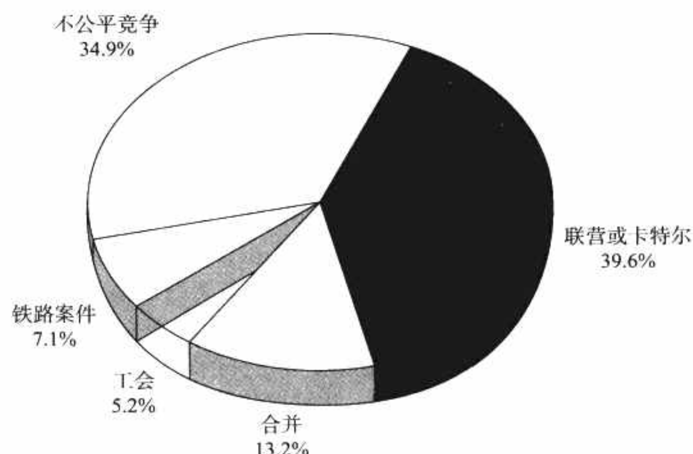


图 2—3　违反谢尔曼法的案件类型，1901—1920 年

资料来源：*The Federal Antitrust Laws* (Washington, D. C. : U. S. Government Printing Office, 1938), and Neil Fligstein, *The Transformation of Corporate Control* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1990), p. 79。

案例研究

联合化学公司

联合化学公司（Allied Chemical Corporation）是一家在第二次并购浪潮中成长起来的综合性企业，它联合控制了五家不同类型的企业：通用化学公司（General Chemical)、巴雷特公司（Barrett)、索尔维加工公司（Solvay Process)、塞梅特-索尔维公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Semet-Solvay)和国民安林化学公司(National Aniline and Chemical)。尽管这些公司的生产线明显不同，但它们都拥有相互关联的业务领域。比如，通用化学公司联合了12家硫酸生产企业；巴雷特公司销售氨副产品和焦炭产品；索尔维加工公司是全国最大的灰渣制造商；塞梅特公司销售焦炭产品；国民安林化学公司是全国最大的染料销售商。在联合化学公司的统一领导下，这些不同类型的生产线受同一种管理结构支配。这样，联合化学公司充分利用了这些生产线及相关营销活动中的各种经济效用。①

① Jesse Markham, "Survey of the Evidence and Findings on Mergers," in *Business Concentration and Public Policy* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1995). See comments by George W. Stocking, pp. 208 - 209.

1926—1930年间一共发生了4 600起并购交易；1919—1930年制造业、采矿业、公共事业和银行业有1.2万家企业被收购。根据厄尔·金特纳(Earl Kintner)的研究，1921—1933年间，并购活动涉及的资产达130亿美元，占美国制造业总资产的17.5%。① 全国范围内铁路运输系统的不断发展和机动车运输的增长使地区市场不断地向全国市场转变。

作为家庭主要娱乐方式的广播的普及加剧了企业间的竞争。广告作为产品差异化的一种形式，开始被广泛使用。营销人员开始利用这种新的广告媒介在全国进行品牌宣传。大规模的促销时代到来了。公共事业行业的集中程度得到了显著的提高。许多股东数量较少的公共事业控股公司参与并购活动。这些公司通常具有金字塔式的公司结构，它们只为股东创造利润，而不是根据美国联邦贸易委员会(FTC)的规定为公共利益服务。公共事业托拉斯最终由《1935年公共事业控股公司法》(Public Utility Holding Company Act of 1935, PUHCA)监管。该法授权美国证券交易委员会对公共事业企业的公司结构和股东投票权进行监管以制止受托责任的滥用。美国证券交易委员会也有权监管公共事业企业的证券发行及对其他公司资产或证券的收购。那时候，公共事业企业滥用公司权力和受托责任的现象比现在要普遍得多。《1935年公共事业控股公司法》在2005年被取消。

尽管所有行业都受到并购的影响，但下列行业中的并购活动尤为活跃：

- 主要金属
- 石油产品
- 食品
- 化工产品
- 交通设备

一方面，反托拉斯法的执行力度有限；另一方面，作为战时经济政策的一部分，政府鼓励企业进行合作以提高全国生产力。所有这些都促进了并购活动的发展。战争时期，国内企业尤其是制造业和采矿业被迫展开了积极的

① Earl W. Kintner, *Primer on the Law of Mergers* (New York: Macmillan, 1973), p. 9.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合作而不是彼此竞争。在整个20世纪20年代，甚至在战争结束之后，政府一直都保持这些政策。

第二次并购浪潮与第四次并购浪潮有某些相似之处，即在并购交易中采用了大量债务融资。公司在资本结构中使用大量的债务，为投资者提供了赚取更高收益的机会，但也带来了随经济衰退出现而发生的收益下降的风险，而不久之后就发生了经济衰退。金字塔式的控股公司是当时比较普遍的资本结构类型，它允许少数股东以较少的投资资本控制大企业。

1929年10月29日发生的股市危机结束了第二次并购浪潮。“黑色星期四”是1987年10月股市崩溃之前历史上最大的一次股市下跌。尽管股市崩溃并不是大萧条的本质原因，但起了很大的推动作用。因为它导致企业和投资者信心急剧下降，生产活动和消费支出进一步缩减，进而使经济更进一步衰退。在这次危机后，企业并购的数量大幅减少，企业不再关注扩张，只是力求在总需求急剧下降的情况下保持足够的偿债能力。

在前两次并购浪潮中，投资银行家发挥了关键性作用，他们对企业领导者施加了很大的影响。如果投资银行家认为某项交易违背了投资银行政策或道德原则，他们经常会拒绝向寻求融资的公司提供资金来对并购进行否决。由于少数投资银行控制了提供给并购融资的绝大部分资金，他们很容易实现控制效应。那时的投资银行业要比现在集中得多，大部分资本控制在一小群互不竞争的银行家手中。例如，一家投资银行通常不会与另一家投资银行争夺业务；每个银行家都有他自己的客户，并且他们之间的关系不会轻易改变。这与现代银行业存在的高度竞争形成鲜明对比。

在前两次浪潮中发生的并购的数量表明，投资银行一般支持并购活动的开展。但是，在以混合并购为主的第三次并购浪潮中，并购的金融推动力主要来自其他方面而不是投资银行。

20世纪40年代

在讨论第三次并购浪潮之前，我们简要地看一下发生在20世纪40年代的并购活动。这十年间，大公司主要是出于避税的目的而并购小型私人控股公司。当时的财产税相当高，这使得在家族内转移生意非常昂贵，因此把公司卖给其他企业的动机增强了。由于大部分并购活动涉及行业总资产的比例不是很高，因此这个时期的并购并没有提高行业集中程度。大多数家族企业合并的是小规模企业。

在20世纪40年代这段时期没有出现重大的科技进步，国家的基础建设也没有出现飞速发展。因此增加的并购数量较少。但是，美国国会仍旧关注并购活动，并在1950年通过了《塞勒-基福弗法》(Celler-Kefauver Act)，这部法案对克莱顿法的第7节内容进行了补充。(关于克莱顿法的详细内容，参见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下一节内容和第 3 章。）

第三次并购浪潮，1965—1969 年

第三次并购浪潮以创历史性的高水平并购活动为特征。这次浪潮的兴起在一定程度上源自当时经济的繁荣。这一时期经常被称作混合并购时期，在这次浪潮中，小型企业收购大公司不是一件稀奇的事情。而在前两次浪潮中，目标公司的规模明显要小于收购公司。彼得·斯坦纳（Peter Steiner）在报告中指出，“对资产规模超过 1 亿美元的企业的收购，1948—1960 年平均每年只有 1.3 次，1961—1966 年是 5 次，1967 年上升到 24 次，1968 年 31 次，1969 年 20 次，1970 年 12 次，1971 年和 1972 年又下降到每年 5 次。”①

表 2—3 和图 2—4 列出了 20 世纪 60 年代的并购数量。这些数据由 W. T. 格林公司（W. T. Grimm）编制［现在由霍利亨·洛基·霍华德·祖金投资银行（Houlihan Lokey Howard & Zukin）提供］，该公司于 1963 年 1 月 1 日开始就对已宣布的并购交易进行记录。如前所述，这一期间发生的大部分并购活动是混合并购。据美国联邦贸易委员会报道，1965—1975 年这 10 年间，混合并购占到并购交易总量的 80%。②

在这一期间形成的综合性企业（conglomerate）不仅仅在生产线上实现了多元化。多元化公司（diversified firm）通常是指这样一些企业：它们在其他行业有一些子公司，但大多数产品属于同一个行业。与多元化公司不同，综合性企业在不同的行业内都拥有大量的生产业务。林-特姆科-沃特公司（Ling-Temco-Vought，LTV）、利顿工业公司（Litton Industries）和美国国际电话电报公司（ITT）就是很好的例子。美国国际电话电报公司在 20 世纪 60 年代还收购了安飞士汽车租赁公司（Avis Rent a Car）、喜来登酒店（Sheraton Hotels）、大陆银行（Continental Banking）以及其他一些相关性不大的企业如餐饮连锁店、消费者信贷代理公司、家庭建筑公司和机场停车场等。尽管第三次并购浪潮产生了像美国国际电话电报公司和 LTV 公司这样著名的综合性企业，但许多不同规模的公司都实施了多元化经营战略。许多中小型企业也跟随这种潮流，纷纷进军它们主营业务之外的领域。

表 2—3　　第三次并购浪潮时期的交易数量，1963—1970 年

年份	并购交易数量
1963	1 361
1964	1 950

① Peter O. Steiner, *Mergers: Motives, Effects and Policies* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 1975).

② Federal Trade Commission, *Statistical Report on Mergers and Acquisitions* (Washington, D.C., 1977).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

年份	并购交易数量
1965	2 125
1966	2 377
1967	2 975
1968	4 462
1969	6 107
1970	5 152

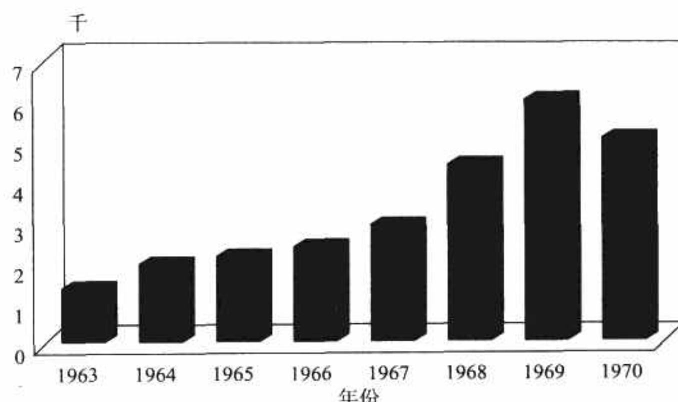


图 2—4　第三次并购浪潮时期的并购宣布数量，1963—1970 年

第三次并购浪潮在 1969 年达到顶峰。股票市场下滑和税收改革降低了并购的动机。

当拥有足够的财务资源的企业寻求业务扩张时，它们面临着更加严格的反托拉斯监管。1950 年通过的《塞勒-基福弗法》增强了《1914 年克莱顿法》的反并购条款，这使 20 世纪 60 年代的反托拉斯气氛更加浓厚。按照克莱顿法的规定，如果收购其他公司的股票造成某一行业的竞争程度降低，那么这种收购就是违法的。但是，该法案有一个重大的漏洞：它不阻止公司实施反竞争性的资产收购。《塞勒-基福弗法》弥补了这个漏洞。在更严格的法律协助下，联邦政府采取了更加强硬的反托拉斯立场，强烈反对横向并购和纵向并购。想实现扩张的公司发现，它们实现目标的唯一办法是组建综合性企业。

20 世纪 60 年代的政治环境在一定程度上使横向并购受到了更加严格的反托拉斯监管。在这十年间，位于华盛顿的政策制定者强调垄断力量存在被滥用的可能，他们与美国联邦贸易委员会和司法部站在一起抑制公司的扩张行为，因为正是公司的扩张导致了垄断力量的滥用。美国司法部部长约翰·米切尔（John Mitchell）和他的助手理查德·麦克拉伦（Richard McLaren）是实施更严格的反托拉斯政策的主要倡导者，理查德·麦克拉伦是 20 世纪 60 年代联邦政府反托拉斯行动的主要设计者。美国国际电话电报公司的首席执行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

官哈罗德·吉宁（Harold Geneen）在他的《管理学》一书中描述了麦克拉伦在位时，美国国际电话电报公司在收购其他公司时遇到的种种困难。[①] 麦克拉伦反对混合并购主要是因为担心存在"潜在互惠"的可能。例如，如果与其他保险公司相比，美国国际电话电报公司和它的子公司向收购来的哈特福德保险公司（Hartfold Insurance）提供增强其竞争力的优惠条件，那么这种潜在互惠就会成为现实。美国国际电话电报公司最终被迫妥协，改变计划，将哈特福德保险公司纳入其综合性的企业帝国中。只有在美国国际电话电报公司同意剥离规模与哈特福德保险公司相近的其他子公司，并且答应如果没有司法部的同意，10 年内不收购另外一家大规模保险公司的条件下，这项收购才能继续进行。

20 世纪 60 年代末，理查德·M·尼克松（Richard M. Nixon）当选为美国总统，华盛顿的政策制定者开始提倡一种更加自由的市场导向政策。尼克松通过任命四位最高法院大法官来支持这一政策，这些大法官赞成对市场份额等概念进行明确的解释。1972 年，司法部结束了严格的反托拉斯政策时代，因为最高法院不再接受司法部关于反托拉斯法的解释。例如，在某些案件中，最高法院开始采用更宽泛的国际市场观点，反对狭窄的国内甚至是地区市场的概念。即使并购活动使公司获得了国内市场或者地区市场的大部分份额，但如果在国际市场中仍只占有一小部分份额，那么法院也不认为这项并购具有明显的垄断特征。不过，这时候第三次并购浪潮已经步入尾声。

管理科学和综合性企业

管理科学的快速发展加快了综合性企业的发展步伐。许多著名的高等院府开始广泛设立商学院，工商管理硕士文凭成为公司主管的重要学历证书。管理科学开发出各种方法来改善组织的管理，这些方法理论上可以应用于包括公司、政府、教育机构甚至军队在内的各种组织。随着这些管理原则被广泛接受，毕业生们认为他们拥有管理多种组织结构所必需的各种技能。这些管理人员确信他们能够管理跨越多个行业的公司。综合性企业可以成为易于管理的成功的公司实体这个信念开始成为现实。

行业集中和混合并购浪潮

第三次并购浪潮期间发生的大多数并购都形成了综合性企业，与横向并购或纵向并购不同，这些并购并没有明显提高行业的集中程度。因此，尽管并购交易的数量众多，但各行业内的竞争程度没有发生显著变化。这一期间大约发生了 6 000 起并购交易，造成 25 000 家企业消失。尽管如

---

① Harold Geneen, *Managing* (New York: Avon, 1989), pp. 228 – 229.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，美国经济的市场竞争程度或集中程度没有很大的提高，这与第一次并购浪潮中的情况形成鲜明对比，第一次并购浪潮使许多行业的行业集中度大幅度提高。

混合并购中业务多元化对股东财富的影响

在第4章中我们将重点考察公司的多元化策略及其对股东财富的影响。但在讨论混合并购浪潮之前，很有必要对一些试图评价这类交易对股东财富影响的研究进行简单介绍。亨利·瑟韦斯（Henri Servaes）分析了1961—1976年间存在的大量公司。[①] 他指出，在这段时期内，公司业务涉及的平均行业数由1961年的1.74个上升到1976年的2.7个。然后他分析了样本公司的Q值（即证券市场价值与资产重置价值之比），发现业务多元化的公司股票价值被低估了——即使在盛行业务多元化的第三次并购浪潮中也是如此。不过，他也发现这种多元化引起的价值低估会逐渐减少。瑟韦斯对内部管理者会从企业多元化经营中谋私的断言进行了分析，管理者的谋私活动可能会降低企业面临的风险，但却以牺牲股东利益为代价。如果管理者以牺牲股东利益的代价（股价低估）来谋取私利，那么就可以解释内部人控股的企业为什么在股价低估多的时候实行集中经营，而在股价低估少的时候开始实行多元化经营。至少他们没有牺牲更多的股东利益来谋取私利。

市盈率游戏及其对并购的影响

如前所述，20世纪60年代，投资银行家没有为大多数并购交易提供资金，这和他们在前两次并购浪潮中所做的一样。经济扩张中信贷需求的增加往往伴随着信贷市场供给不足和利率上升。由于对可贷资金的需求上升，资金价格和利率同时增长。此外，繁荣的股市为许多混合并购交易提供了股权融资。

在20世纪60年代，股票价格在牛市中不断上升。1960年还只有618点的道琼斯工业平均指数到1968年时已上升到906点。随着股票价格的飞涨，投资者开始特别关注成长型股票。潜在的收购者很快发现，利用股权融资实施并购，可以在不增加额外税负的情况下提高每股收益，这是一种理想的“无痛”（pain-free）方法。通过股票交易进行融资的并购不需要缴纳税收，因此，从纳税这一点来看，股票收购要优于现金收购。

为了证明自己扩张行为的合理性，公司玩起了市盈率（price-earnings ratio，P/E ratio）游戏。市盈率是公司股票的市场价格与普通股股东的每

① Henri Servaes, “The Value of Diversification During the Conglomerate Wave,” *Journal of Finance*, 51 (4), September 1996, 1201-1225.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股收益之比。市盈率越高，根据对公司未来收益的预期，投资者愿意支付的股票价格就越高。如果市场上大多数股票的市盈率水平都很高，这表明投资者普遍持乐观态度，20 世纪 60 年代的牛市就是这种情况。高涨的股票价格为第三次并购浪潮提供了资金支持。并购过程中的市盈率效应可以描述如下。

假定收购公司的规模大于想要收购的目标公司。再假定规模较大的公司的市盈率为 25∶1，年收益 100 万美元，发行在外的股票为 100 万股，每股价格 25 美元；目标公司的市盈率较低，为 10∶1，年收益 10 万美元，发行在外的股票为 10 万股，公司股票每股售价 10 美元。为了劝说小公司的股东出售股票，大公司提出溢价购买其股票。溢价可以采用股票对换的形式实现，大公司以价值 25 美元的 1 股股票交换小公司总值 20 美元的 2 股股票。为完成收购，大公司需要发行 5 万股股票。

这次收购提高了高市盈率公司的每股收益（earnings per share）。高市盈率公司的每股收益由 1 美元上升到 1.05 美元。如果我们做一个重要的假设，即大公司的市盈率保持不变，就可以看到这次收购对大公司股票价格的影响。市盈率保持不变表示市场评价该公司未来收益的方法与收购前相似。我们将在第 14 章中详细考察这种假设的有效性。

假设并购后公司的市盈率为 25，那么股票价格将上升到 26.25 美元（25×1.05 美元）。我们可以看到，在大公司向小公司支付一大笔溢价的同时，它的每股盈余和股票价格也上升了。随着其他并购活动的发生，这个过程继续下去，引起收购公司的股票价格进一步上涨，直到市场决定不再对该公司采用相同的市盈率时，这个过程才会结束。20 世纪 60 年代这样的牛市促成了高的市盈率。但是，如果出现像 20 世纪 60 年代末期那样的市场下滑，这个过程就不可行了。如果某公司不断收购较大的公司，基于市盈率效应的收购过程会无法继续。预期股票价格上涨的关键性假设是合并后的公司实体会采用高市盈率公司的市盈率。但是，随着目标公司越来越大，在合并后公司的盈利能力中，目标公司所占比重变得越来越重要。当公司收购了好几家市盈率相对较低的企业后，市场会不愿意再使用最初的高市盈率。因此，找到一家不会引起收购方股票价格下降的目标公司会越来越困难。随着适合收购的目标公司数量越来越少，并购浪潮就会逐渐消退。因此，基于这种“融资技巧”的并购浪潮只能持续一段有限的时间，然后会自动衰退，就像这次并购浪潮一样。

由于股市的繁荣和大型综合性企业的形成，人们常用“过年”（the go-go years）一词来形容 20 世纪 60 年代。1969 年股票市场下滑降低了公司的市盈率水平，进而影响了并购的步伐。图 2—5 显示了这种下降对一些大的综合性企业的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

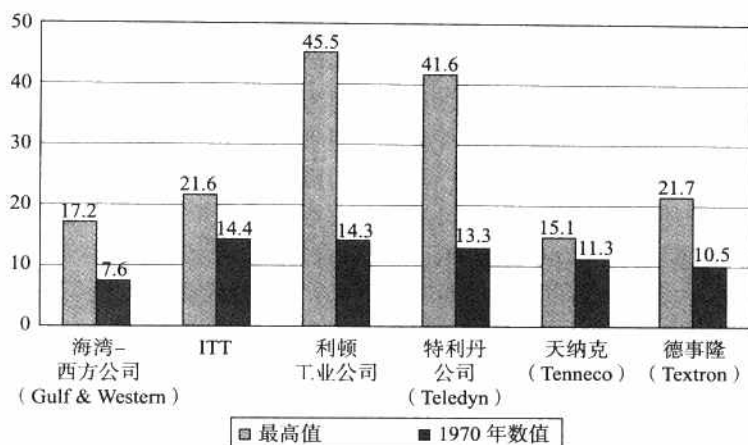


图 2—5 第三次并购浪潮，1960 年、1970 年综合性企业的市盈率

那个时代一些主要的综合性企业市盈率的大幅下降标志着第三次并购浪潮的结束。

资料来源：Peter O. Steiner, *Mergers: Motives, Effects and Policies* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 1975), p. 104。

会计操纵及其对并购的影响

根据当时的会计准则，如果被收购公司资产的账面价值远远低于市场价值，收购方就有机会获得账面收益。当收购方卖掉这些资产时，获得的收益就会记入账户中。为了说明这种会计操纵，A. J. 布里洛夫（A. J. Briloff）描述了海湾—西方公司在 1967 年如何通过卖掉其 1966 年收购的派拉蒙影业公司（Paramount Pictures）的电影来赚取收益的过程。[①] 派拉蒙影业公司的主要资产是特色电影，其账面价值远远低于市场价值。1967 年，海湾—西方公司卖掉了派拉蒙子公司的 32 部电影，这为它带来了明显的"收益"，成功地支撑了海湾—西方公司的股票价格。

斯坦纳认为这种会计操纵使火灾保险公司成为这一时期备受欢迎的收购对象。[②] 这些保险公司对大公司很有吸引力，因为它们拥有大量价值被低估的资产，出售这些资产会对大公司的未来收益产生有利影响。甚至连 1968 年资产将近 20 亿美元（相当于 1999 年的 98 亿美元）的哈特福德保险公司也拥有被明显低估的资产。美国国际电话电报公司收购哈特福德保险公司就利用了价值低估这一点。

在并购融资过程中使用有价证券是促进混合并购的另一种人为因素。收购公司可以发行可转换债券来交换目标公司的普通股。可转换债券是一种可

① A. J. Briloff, "Accounting Practices and the Merger Movement," *Notre Dame Lawyer*, 45 (4), Summer 1970, 604 - 628.

② Steiner, *Mergers: Motives, Effects and Policies*, p. 116.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以兑换成特定数量的普通股的债务类证券。在这种情况下，目标公司的收入合并到收购公司中，而流通在外的普通股没有增加。如果股票价格上涨，可转换债券的价值也随之上升，因为它们的兑换价值上涨了。当使用可转换债券进行并购融资时，两家公司的收入合并在一起，但是目标公司的股票被债务所取代。由于目标公司的收入被并入收购公司中，而发行在外的总股数仍旧保持不变，收购公司的每股收益将会上升。这种现象被称作"每股进阶效应"(bootstrap effect)。如果对合并后的公司使用同样的市盈率，股票价格就会上涨，给可转换债券持有者带来一定的收益。20 世纪 60 年代末期实施的几部法案结束了第三次并购浪潮。《1968 年威廉姆斯法》(Williams Act of 1968)对股权收购和敌意收购设定了限制。在第 3 章对股权收购进行讨论时，我们再详细介绍威廉姆斯法这部迄今仍然很有影响力的监管法案。尽管这部法案限制了某些并购策略的滥用，但它并不能阻止敌意收购的发生。相反，它可能还无意间促成了某些敌意收购交易。

第三次并购浪潮的衰落

综合性企业的衰落最早可以追溯到 1968 年，当时利顿工业公司宣布 14 年来首次出现季度性收入下降。[1] 尽管利顿工业公司的收益仍旧为正数，但市场环境已开始对综合性公司不利，股票抛售加大了公司股价下跌的压力。

1968 年，司法部部长理查德·麦克拉伦宣布，他准备开始制裁综合性企业，他认为这些企业对市场产生了反竞争性影响。此外，国会举行了由议员伊曼纽尔·塞勒(Emmanuel Celler)主持的听证会，讨论综合性企业的负面影响。这些措施增加了综合性企业股票价格下降的压力。一些会计操纵手段能够在短期内产生支持股票价格的账面收益，《1969 年税制改革法案》使这类会计手段不能再被滥用。该法案特别限制在并购融资中使用可转换债券。在这部法案实施之前，债权人愿意接受低利率的可转换债券，因为将来出售这些可转换债券时可以获得资本利得。而对于发行公司来说，由于需要支付的固定利息比较低，这种低利率债务就不会增加公司的资本结构风险。《1969 年税制改革法案》结束了并购融资中低利率可转换债券的使用。它规定，在计算每股收益时，这些低利率可转换债券必须视同普通股处理。这样一来，在计算每股收益时，由于参与计算的普通股实际数量增加了，每股收益就不能获得账面上的增加。另外，如果收购公司准备高价出售目标公司被低估的资产以获取收益，那么在选择这些被低估资产的估值方法时，就必须遵守税制改革法案所作出的限制性规定。在 1969 年股票市场下滑时，市盈率游戏不再发挥作用。事实上，许多分析家认为混合并购导致了市场的崩溃，因为证券价格远远超过其所代表的经济基础价值时，市场崩溃是迟早要发生的。这是

---

① Stanley H. Brown, *Ling: The Rise, Fall and Return of a Texas Titan* (New York: Atheneum, 1972), p. 166.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1987 年 10 月股票市场危机带给我们的教训。

综合性企业的业绩

对于许多混合并购而言，几乎没有证据可以证明它们的合理性。收购公司通常为它们所收购的多个企业支付了过高的价格。事实证明许多公司并购后财务表现不佳。截至 1989 年，在 1970—1982 年间发生的跨行业并购中有 60%又被出售或剥离了。

关于综合性企业失败的原因，至今仍没有定论。不过，经济理论指出，提高专业化程度可以提高生产力。事实上，工业革命以来的资本主义历史已经证明了这一点。综合性企业代表了一种远离专业化的趋势。与专注于经营某一行业甚至是行业某一部门的管理者相比，多元化企业的管理者对所处的行业知之甚少，在运用专业知识和倾注关注程度方面劣势更加明显。因此，像露华浓（Revlon）这样一家在化妆品行业已经很成功的企业，在涉足诸如健康保健等不相关行业后，其核心的化妆品业务下滑也就不足为奇了。

20 世纪 70 年代的并购趋势

如表 2—4 和图 2—6 所示，20 世纪 70 年代并购数量大幅减少。即使是这样，这十年在并购历史上仍起了重要作用。几次开创性的并购交易使人们开始接受其他并购方式。这类并购的第一例是国际镍业公司（International Nickel Company，INCO）对 ESB［前身是电子蓄电池公司（Electric Storage Battery Company)］的收购。

表 2—4　　并购交易数量，1969—1980 年

年份	并购交易数量
1969	6 107
1970	5 152
1971	4 608
1972	4 801
1973	4 040
1974	2 861
1975	2 297
1976	2 276
1977	2 224
1978	2 106
1979	2 128
1980	1 889

资料来源：Merrill Lynch Business Brokerage and Valuation，*Mergerstat Review*，1989。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

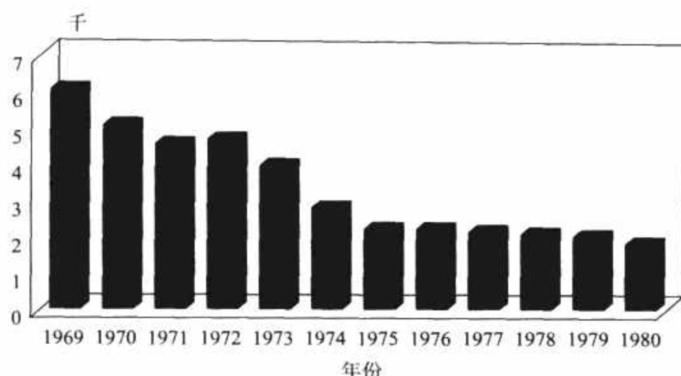


图 2—6 并购数量，1969—1980 年

资料来源：Merrill Lynch Business Brokerage and Valuation, *Mergerstat Review*, 1989。

国际镍业公司并购 ESB

在第三次并购浪潮之后，一次历史性的并购活动为将在第四次浪潮中流行的并购方式铺平了道路，即被大公司敌意收购。

位于费城的 ESB 公司在 1974 年是全球最大的电池制造商，专门生产威纳德（Willard）品牌和埃克塞德（Exide）品牌的汽车电池以及雷奥维（Ray-O-Vac）品牌的消费电池。1974 年 ESB 公司的销售额超过了 4 亿美元。由于股票市场的普遍下滑，尽管公司的利润增加了，但股票价格仍继续下跌。许多公司表示了收购 ESB 的兴趣，但都遭到了拒绝。1974 年 7 月 18 日，国际镍业公司宣布以每股 28 美元或总计 1.57 亿美元的价格收购 ESB 所有发行在外的股票。位于多伦多的国际镍业公司控制了全球镍市场大约 40%的份额，是当时该行业最大的公司。由于世界市场需求波动加剧，在之前十年里镍行业的竞争就加大了。为了稳定公司的现金流，国际镍业公司正在寻找一家周期性不强的收购目标。

考虑到几方面的因素，国际镍业公司最终选择了 ESB 作为合适的收购目标。首先是出于对“能源工业”的考虑，国际镍业公司认为，在当时较高的石油价格下 ESB 是很有吸引力的。此外，生产电池驱动型汽车的可能性使得电池生产商更具吸引力。ESB 公司的股票价格不断下跌，国际镍业公司认为这恰好可以使自己以较低的成本进入正在飞速发展的能源行业，从而减少自己公司销售收入的波动性。不幸的是，对于国际镍业公司而言，收购 ESB 最终被证明是不明智的。尽管电池行业确实存在巨大潜力，但是 ESB 公司在技术上并不领先。当竞争者已推出免维护产品时，它还在开发低维护汽车电池。在长效电池上，它也输给了金霸王（Duracell）和永备（Eveready）。由于是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

敌意收购，国际镍业公司无法利用内部数据进行详细的财务分析。在国际镍业公司收购 ESB 之前，知名大企业从不进行敌意收购，只有一些小企业和投机者参与其中。如果一家大公司的收购提议被拒绝，收购过程就不再进行。此外，大多数大投资银行也拒绝为敌意收购提供融资。

那时，投资银行业间竞争激烈，这给国际镍业公司的投资银行——摩根士丹利的利润带来了巨大压力。在寻找其他利润的同时，摩根士丹利也担心，如果拒绝帮助国际镍业公司收购 ESB，它将会失去一个长期顾客。这个长期以来比较保守的投资银行被迫开始改变自己，因为它看到，由于竞争对手在投资银行业务上不断扩大优势，它的市场份额日益缩小。证券承销在 1965 年以前一直构成其业务总量的 95%，但这部分利润已经变得很小。其他投资银行在证券承销业务上给客户提供了极具竞争性的优惠条件，挑战了证券承销业务的传统客户关系。①

为了寻找其他利润，许多银行纷纷扩张其证券交易业务。到 20 世纪 80 年代，证券交易业务已经取代证券承销业务，成为投资银行最主要的利润来源。② 这种情形在 20 世纪 80 年代末再一次被改变，因为并购咨询费开始在一些投资银行的收入中占据越来越重要的地位。

面对敌意收购这种新颖的方式，ESB 发现自己还没有做好准备。国际镍业公司仅给了它 3 个小时考虑“接受还是拒绝”。ESB 采取了一些反收购措施，但没有取得效果。它向投资银行高盛集团寻求帮助，后者设法安排联合航空公司（United Aircraft）对其实施善意收购，但是到 1974 年 9 月，国际镍业公司对 ESB 的敌意收购就已经完成了。③ 收购 ESB 被证明是一项错误的投资，这主要是因为与反托拉斯有关的法律诉讼使国际镍业公司不能自由经营 ESB。直到 39 个月之后，国际镍业公司才有权自由地控制 ESB。而且，前面曾经提到，ESB 的竞争对手早就已经在销售更加先进的产品。截至 1981 年，ESB 一直在报告亏损；国际镍业公司最终将它分成了四个独立部分售出，并继续保持其在镍行业的全球领先地位。有趣的是，2006 年国际镍业公司充当“白衣骑士”，参与对加拿大鹰桥公司（Falconbridge）的收购，而鹰桥这家铜、镍和锌的主要生产商，是 2005 年瑞士斯特拉塔矿业公司（Xstrata）的敌意收购目标。

这次并购引起了一场由多家公司参与的、漫长的、复杂的并购战役。最后，国际镍业公司被全球最大的铁矿石生产商——巴西淡水河谷公司（CVRD）以大约 170 亿美元收购。

尽管这次并购在财务上并不成功，但却开启了敌意收购的先河，为 20 世纪 70 年代后半叶及 20 世纪 80 年代第四次并购浪潮中的知名公司进行敌意收

① John Brooks, *The Takeover Game* (New York: Dutton, 1987), p. 4.

② Ken Auletta, *Greed and Glory on Wall Street: The Fall of the House of Lehman* (New York: Random House, 1986). Auletta 对这种趋势在雷曼兄弟投资银行的表现进行了很好的讨论。

③ 关于这次并购的更好的讨论，参见 Jeff Madrick, *Taking America* (New York: Bantam Books, 1987), pp. 1－59.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购创造了条件。由大公司在著名投资银行的帮助下进行敌意收购，这种以前不被接受的行为现在赢得了广泛的认同。“敌意收购”一词现在已经成为并购词汇的一部分。“ESB 意识到某家外国公司正在进行敌意收购，目的是获得 ESB 的所有股份。”ESB 总裁 F. J. 波特（F. J. Port）说道，“敌意收购”一词就这样进入了并购词典。[①]

摩根士丹利在这次收购中总共收取了 25 万美元（相当于 2006 年的 130 万美元）的咨询服务费。这笔不包括公司资本远期风险的费用在当时看来十分诱人，不过与现在的咨询费相比就显得不足挂齿。

联合技术公司和奥的斯电梯公司

前面曾经提到，在国际镍业公司敌意收购 ESB 公司后，其他大公司也开始考虑敌意收购。那些意欲成为狙击者，但因业界舆论压力而不敢介入其中的企业及其总裁开始不再受到限制。联合技术公司（United Technologies）就是这类企业。

1975 年，在公司董事会主席哈里・格雷（Harry Gray）和总裁爱德华・亨尼西（Edward Hennessy）的努力下，联合航空公司更名为联合技术公司。爱德华・亨尼西把公司经营成为一家成长型综合性企业。他们非常熟悉国际镍业公司对 ESB 的收购案，并且曾经在高盛集团的游说下，由联合技术公司充当白衣骑士，参与对 ESB 的收购战，只不过那次收购没有取得成功。在 1975 年年中，奥的斯电梯公司（Otis Elevator）的普通股股价为每股 32 美元，当年销售收入 11 亿美元，利润 4 350 万美元。奥的斯电梯公司是很有吸引力的收购目标，它拥有每股 38 美元的账面价值，股票价格在 1973 年曾高达 48 美元。在收购奥的斯电梯公司之前，联合技术公司未曾进行过敌意收购。

当时奥的斯的电梯制造业务增长速度开始放慢，由于电梯销售严重依赖于建筑业，奥的斯的销售模式也具有较强的周期性。不过，这个目标公司还是极具诱惑性的。奥的斯 1/3 的收入来自电梯服务业，与电梯制造业相比，这笔收入要稳定得多。奥的斯是一家管理完善的公司，对于联合技术公司而言，这使它更具吸引力。此外，奥的斯 60%的收入来自海外顾客，这一点与联合技术公司扩展国际业务的计划非常相符。通过收购奥的斯电梯公司，联合技术公司只要买入一家美国企业就可以实现国际多元化经营，而不必承担在收购国外公司时通常可能存在的风险。

联合技术公司最初提出与奥的斯公司进行友好收购协商，但是遭到了奥的斯公司的拒绝。1975 年 10 月 15 日，联合技术公司以每股 42 美元的出价表示有意收购奥的斯电梯公司，从而引发两公司间的一场大战。奥的斯公司寻求“白衣骑士”达纳公司（Dana Corporation）的帮助，这家汽车零件供应商

① “Hostility Breeds Contempt in Takeovers, 1974,” *Wall Street Journal*, 25, October 1989.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时发起了好几起诉讼案以阻止联合技术公司的收购。联合技术公司和达纳公司之间的这场收购战最终以联合技术公司出价每股 44 美元获胜而告终。不过，与国际镍业公司收购 ESB 公司的结果不同，对奥的斯的收购最终证明是联合技术公司利用富余资金进行的一次成功投资。奥的斯的运作比预期的更好，尤其是在国际市场上。

联合技术公司对奥的斯的收购是一次突破性的收购，它不仅是一次由大公司发起的敌意收购，还是一次成功的尝试。事实上到现在奥的斯仍是联合技术公司的一个组成部分。现在敌意收购已成为大公司开拓收益的一种手段。美国大公司开始考虑利用敌意收购来提高未来盈利能力。金融界也感受到为这些敌意收购提供必要资金支持的竞争压力。敌意收购业务快速地发生着变化。

柯尔特产业公司和卡洛克产业公司

柯尔特产业公司（Colt Industries）收购卡洛克产业公司（Garlock Industries）一案是敌意收购的另一个先例，它将敌意收购推向了更高的对抗层次。由大公司进行的前两次敌意收购可以说是激烈的收购战，但与这次收购中使用的激进策略相比，还是显得比较温和。

柯尔特公司是一家武器生产商，在 1955 年被惠特尼公司（Whitney Company）收购。1964 年，惠特尼公司将公司更名为柯尔特产业公司。20 世纪 70 年代，董事会主席乔治·斯特里奇曼（George Strichman）和总裁戴维·马戈利斯（David Margolis）对公司进行了全面重组，剥离了许多业绩不佳的业务部门，并打算运用业务剥离产生的现金收入来收购一些高成长性工业企业。到 1975 年，柯尔特产业公司已经发展为一家成功的综合性企业，年销售收入达 10 亿美元。收购目标卡洛克产业公司是一家生产包装和密封产品的公司，年销售额大约是 1.6 亿美元，并且每股收益逐年递增。在柯尔特提出收购的时候，卡洛克产业的普通股价格是每股 20 美元，而每股账面价值则超过了 21 美元。

在放弃使用善意收购计划后，柯尔特设计了对卡洛克产业公司的突然袭击。当时实施突然袭击是可行的，因为威廉姆斯法规定的要约收购等待期比较短。卡洛克公司启动了一些反收购措施，比如进行董事会成员的轮换选举和实施消耗多余现金的收购。卡洛克公司也发起了好几起阻止柯尔特收购的诉讼案件，例如，向联邦法院状告柯尔特公司没有遵守联邦证券披露法的规定。他们的法律行动还包括认定柯尔特产业公司与卡洛克公司的合并将违背反托拉斯法。卡洛克最高明的防御措施之一是，利用公共关系作为反收购防御策略。卡洛克产业公司聘请了希尔-诺顿公关公司（Hill and Knowlton）。希尔-诺顿公关公司在当时是公关业内最著名的大公司之一，它将柯尔特公司刊登在《纽约时代》和《华尔街日报》上，宣称柯尔特公司发起的被称为“突然的星期六夜晚”的突然收购不符合股东利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和其他防御措施一样，公共关系防御最终也被证明是无效的。卡洛克公司接受了柯尔特的出价，"突然的星期六夜晚"成为一种有效的收购策略。柯尔特-卡洛克战案例将收购战争的对抗水平提到了空前的高度。在其后各年中，这种对抗行为只会更加激烈。潜在的收购目标此刻开始意识到，现有的反收购措施都不能保护它们不被敌意收购。现在所有公司都容易受到收购的威胁。在收购战中，目标公司的任何保护伞都不复存在。企业开始建立更强大的反收购策略。针对这种忧虑，投资银行家们开始向忧心忡忡的潜在目标公司推销反收购技巧，许多还作为反收购专家被留用在公司。游戏规则改变了，敌意收购已经成了现代公司财务领域中广为接受的概念。

案例研究

林-特姆科-沃特公司——一家综合性企业的成长[①]

林-特姆科-沃特公司是在第三次并购浪潮中产生的一家大型综合性企业。公司由詹姆斯·约瑟夫·林（James Joseph Ling）领导。关于他如何利用 2 000 美元资金将一家小型电子公司发展成为全美排名十四的大工业公司的经历是一个令人惊叹不已的故事。LTV 公司规模庞大，在它的巅峰时期，旗下拥有这样一些大公司：美国第六大钢铁公司琼斯和劳克林公司（Jones & Laughlin Steel），大型肉制品和体育用品公司威尔逊公司（Wilson & Co），拥有多条国内和国际航线服务的布兰尼夫航空公司（Braniff Airways），为军队供应飞机的特姆科（Temco）飞机制造公司和沃特（Vought）飞机制造公司。除此之外，还包括其他一些公司。LTV 公司最初是一家位于得克萨斯州的小型电子开关公司，在吉米·林（Jimmy Ling）的领导下，该公司通过一系列多元化收购，发展成为美国最大的公司之一。最早的公司实体林氏电子公司（Ling Electric Company）创建于 1947 年，初始投资只有 2 000 美元，用来购买一些战争剩余的电子设备和一辆旧卡车。到 1956 年，林氏电子公司稳定发展，并通过购买 LM 电子公司（L. M. Electronics）完成了它的第一次收购活动。在那以后，林氏电子公司又收购了多家电子公司和国防企业，其中包括美国微波公司（American Microwave Corporation）、联合电子公司（United Electronics Company）和卡利迪公司（Calidyne Company）。林以债务和在柜台市场交易的公司股票组合，为这类缺乏足够扩张资金的公司进行收购筹集资金。

到 1958 年，在华尔街投资银行怀特·韦尔德公司（White Weld & Company）的安排下，这位精明的商人以私募方式发行了一些可转换债券。在第三次并购浪潮中，发行可转换债券非常普遍。因为它不会对每股收益产生直接的不利影响，从而使公司在"市盈率游戏"中处于有利地位。随着公司股票价格上升到 40 美元，林开始收购那些比自己公司规模大得多的目标公司，比如，1958 年它以换股方式收购了音响设备制造商阿尔特有限公司（Altec Companies，Inc.）。

并购了一些小公司后，林发动了他最大的收购活动，并购得克萨斯工程制造企业特姆科公司。这项交易使林实现了长期目标，合并后的林-特姆科电子公司跻身于《财富》500 强。不久之后，林对沃特公司成功地实施了敌意收购，最终形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成了林-特姆科-沃特公司。

林-特姆科-沃特公司曾一度陷入财务困境，这迫使林对公司进行重整，卖掉了那些业绩不佳的部门。1967 年，林成功地收购了规模达 LTV 公司两倍的威尔逊公司。这项交易使 LTV 跃升到《财富》500 强企业第 38 位。威尔逊公司由三个子公司构成：威尔逊肉制品公司（Wilson & Company）、威尔逊体育用品公司（Wilson Sporting Goods）和威尔逊制药公司（Wilson Pharmaceutical and Chemical Corporation）。生意人有时称这三个子公司为“肉球、高尔夫球和药球”。林组建这家巨型综合性企业后的下一个目标是收购大美洲公司（Great America Corporation）。这是一家投资了多家企业的控股公司，比如布兰尼夫航空公司、国民汽车租赁公司（National Car Rental），以及一些银行和保险公司。尽管这次收购表面上没有什么收益，但林可以得到其他一些收益，如利用保险公司为 LTV 的许多部门和员工上保险。

在对扬斯敦钢板钢管公司（Youngstown Sheet and Tube Company）的收购失败后，林将目光投向了美国第四大钢铁生产公司——琼斯 & 劳克林钢铁公司。收购宣布之前，该公司的每股价格为 50 美元。最终林-特姆科-沃特公司以每股 85 美元的价格收购了它。这笔耗资 4.25 亿美元的交易是当时最大的现金股权收购案，向处于低成长期的琼斯 & 劳克林钢铁公司支付了 70%的溢价。不幸的是，对琼斯 & 劳克林公司的收购引起了司法部部长助理理查德·麦克拉伦的关注，他认为这又是一次反竞争性的混合并购。司法部申请了反托拉斯诉讼，这对被告来说是个坏消息，因为政府在这类案件中胜诉的概率相当高。市场似乎也认为判决的结果不会有什么悬念，诉讼宣布后公司股价就下降了。由于这场诉讼，LTV 没有办法在琼斯 & 劳克林公司的管理中发挥积极作用，从而无法对这家刚刚宣布了十年来最差收益的运营困难的公司实施改造措施。LTV 帝国当时有两家大公司报告巨额亏损，除了琼斯 & 劳克林公司外，另一家是布兰尼夫航空公司。这场诉讼的处理结果是，LTV 同意卖掉布兰尼夫航空公司和奥科奈特（Okonite）电缆电线制造公司。

尽管 LTV 最后达成了比较有利的处理结果，但是它的股票遭到了重创。造成这种结果的原因除了这场诉讼外，还包括子公司经营业绩不佳以及市场整体下滑等其他原因。所有这些原因使持反对意见的股东和债权人纷纷要求解除林对 LTV 公司的控制。林抵抗不住这些压力，被迫辞去了总裁的职务并最终离开了 LTV 公司。吉米·林创建巨型综合性企业的传奇使他成为这个时代的领先人物。他可能是第三次并购浪潮中大型综合性企业创建者中最著名的一位。尽管在 20 世纪 80 年代涌现了卡尔·伊坎（Carl Icahn）和布恩·皮肯斯（Boone Pickens）等狙击者，但林和其他综合性企业的领导人如洛斯公司（Loews）的劳伦斯·蒂施（Lawrence Tisch）、海湾—西方公司的查尔斯·布卢多恩（Charles Bluhdorn）、西北实业公司（Northwest Industries）的本·海涅曼（Ben Heineman）等一同被并入第三次浪潮的史册。早在 80 年代之前，林就已经精通杠杆收购和敌意收购的技巧。不过，与 20 世纪 80 年代的许多狙击者不同，林反对通过出售资产从并购中快速获利。他收购公司的时候通常是立足于更长远的战略计划，但这却遭到了许多人的批评。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 60 年代以来，LTV 历经很多变化。与美国钢铁行业的许多公司一样，20 世纪 80 年代，LTV 陷入了财务困境。2002 年，LTV 公司被威尔伯·罗斯（Wilber Ross）收购，他将该公司更名为国际钢铁集团（International Steel Group），后来罗斯于 2004 年将该公司卖给了米塔尔钢铁公司（Mittal）。

① 对该公司在混合并购时代的历史的更详细论述，参见 Stanley H. Brown, *Ling: The Rise and Fall of a Texas Titan* (New York: Atheneum, 1972)。

第四次并购浪潮，1984—1989 年

20 世纪 70 年代并购活动不断减少，这种下降趋势一直延续到 1980 年，但在 1981 年却发生了根本性的逆转。尽管 1982 年的经济衰退使并购步伐再次放慢，但到 1984 年时，又一轮强劲的并购浪潮发生了。表 2—5 显示了 1970—1989 年间发生的并购数量，图 2—7 显示了 1974—1994 年并购交易的下降趋势。这里我们只关注这次浪潮区别于其他三次浪潮的主要特征。每次浪潮的具体特征将在本书的其他章节中分别详细论述。第四次浪潮的显著特征是敌意收购发挥了重要作用。前面提到，到 1908 年时，敌意收购已经成为一种被人们接受的公司扩张形式。公司狙击成为一项高盈利的投机行为。此后，公司及其投机合作伙伴将收购游戏作为在短期内获得高利润的手段。收购行为是友好的还是敌意的取决于目标公司董事会的反应。如果董事会同意这项收购，那它就是友好的；如果董事会反对，该收购行为就被认为是敌意的。

表 2—5　　并购交易数量，1970—1989 年（百万美元）

年份	总支付额	数量
1970	16 414.9	5 152
1971	12 619.3	4 608
1972	16 680.5	4 801
1973	16 664.5	4 040
1974	12 465.6	2 861
1975	11 796.4	2 297
1976	20 029.5	2 276
1977	21 937.1	2 224
1978	34 180.4	2 106
1979	43 535.1	2 128
1980	44 345.7	1 889

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

年份	总支付额	数量
1981	82 617.6	2 395
1982	53 754.5	2 346
1983	73 080.5	2 533
1984	122 223.7	2 543
1985	179 767.5	3 001
1986	173 136.9	3 336
1987	173 136.9	2 032
1988	246 875.1	2 258
1989	221 085.1	2 366

资料来源：*Mergerstat Review*，1998。

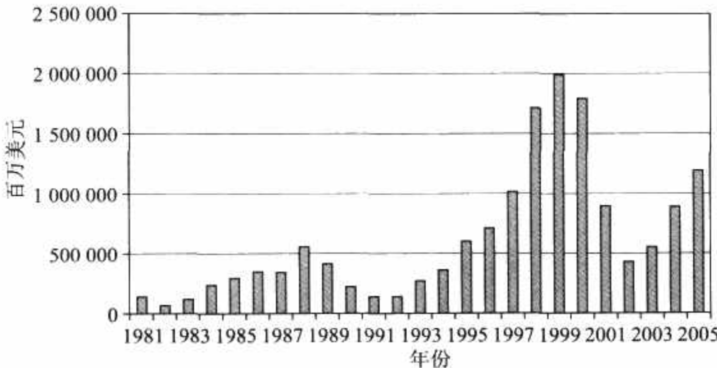


图 2—7 并购交易，1981—2004 年

资料来源：Thompson Securities Financial Data。

虽然敌意收购的绝对数量相对于并购总量而言并不多，但在并购交易的总价值中，敌意收购所占的相对比重却很大。图 2—8 反映了上市公司股权收购交易的绝对数量与并购交易总量的对比。

第四次并购浪潮与其他三次的不同之处还在于并购目标的规模和知名度。在 20 世纪 80 年代，一些全国最大的公司成为并购目标。第四次浪潮演变成超级并购（megamerger）浪潮。在这十年间并购支付的总金额猛烈增长。图 2—9 显示了自从 1970 年以来收购价格的平均值和中值的上升情况。除了并购金额的上升外，并购交易的平均规模也显著上升。交易额超过 1 亿美元的并购数量在 1974—1986 年间增长了 23 倍多。这与 20 世纪 60 年代的混合并购时代明显不同，那时候的收购目标以中小型企业为主。在 20 世纪 80 年代，10 亿美元的并购交易频频发生。第四次浪潮中发生的主要超级并购见表 2—6。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

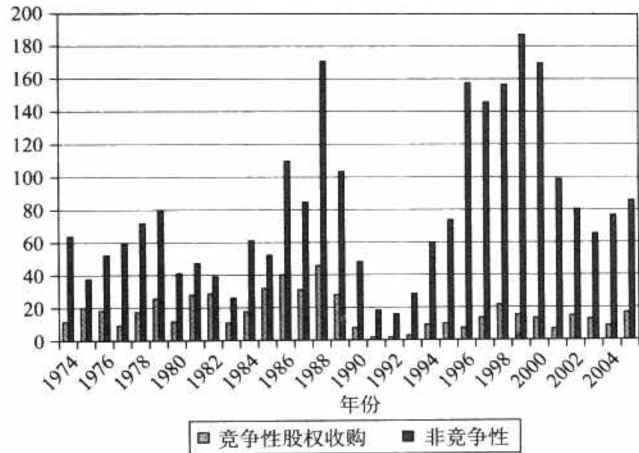


图 2—8　股权收购：竞争性对比非竞争性，1974—2005 年

资料来源：*Mergerstat Review*，2006。

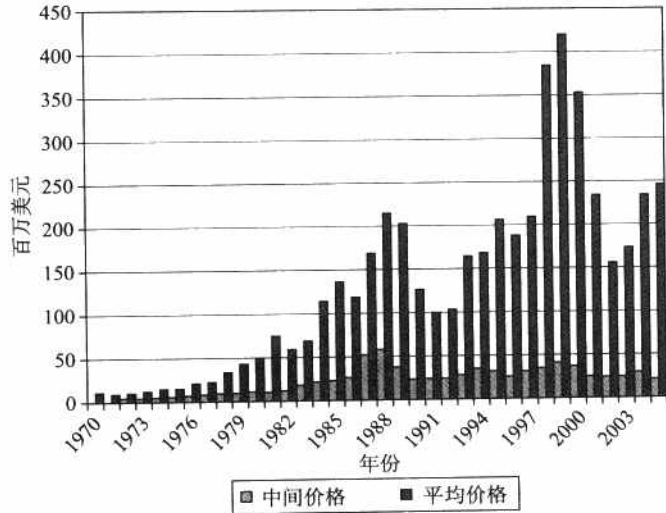


图 2—9　收购价格的平均值和中间值，1970—2005 年

资料来源：*Mergerstat Review*，2006；Table 1－4。

表 2—6　　十大收购案，1981—1989 年

年份	购买方	目标公司	价格（10 亿美元）
1988	科尔伯格-克拉维斯	雷诺兹·纳贝斯克	25.1
1984	雪佛龙	海湾石油公司	13.3
1988	菲利普·莫里斯	卡夫公司	13.1
1989	必治妥（Bristol Myers）	施贵宝公司（Squibb）	12.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

年份	购买方	目标公司	价格（10 亿美元）
1984	德士古	盖蒂石油公司（Getty Oil）	10.1
1981	杜邦	科诺科公司（Conoco）	8.0
1987	英国石油	俄亥俄标准石油公司（Standard Oil of Ohio）	7.8
1981	美国钢铁	马拉松石油公司（Marathon Oil）	6.6
1988	康波（Campeau）	联合百货公司（Federated Stores）	6.5
1986	科尔伯格—克拉维斯	碧儿翠丝（Beatrice）	6.2

资料来源：*Wall Street Journal*，November 1988。经 *Wall Street Journal* 允许再印，版权归道琼斯公司所有，全部权利保留。

某些行业的并购数量明显要高于其他行业。例如，石油行业的并购交易所占比重比其在经济中所占比重高得多。这导致石油行业的集中度更高。1981—1985 年，石油、天然气行业占并购总金额的 21.6%。在 20 世纪 80 年代后半期，药物和医疗设备企业的并购交易最为普遍。管制的解除是导致某些行业发生尤为频繁的并购活动的原因之一。例如，解除航空业的管制后，机票价格的竞争更激烈了。由于某些航空公司不能有力地参与竞争，因而导致竞争地位下降。其结果是该行业发生了大量的收购与合并。类似的竞争引发并购的情形也发生在银行业和石油化工业。

公司狙击者的作用

在第四次并购浪潮中，公司狙击者（corporate raider）以公司融资者身份出现，其主要收入来自并购的尝试（attempts）。“尝试”一词成为这个定义中最重要的部分，因为狙击者通常无须取得目标公司的所有权就可以获得丰厚的利润。例如，在 1988 年并购辛格公司（Singer Corporation）之前，公司狙击者保罗·比尔泽瑞安（Paul Bilzerian）已经参与了多次狙击。虽然他从这些狙击中赚得了大量的利润，但在收购辛格公司之前，他还没有完成过一次大型并购交易。

狙击者参与的许多并购尝试的最终目的是要以比最初购买价更高的价格将目标公司股票卖出。为了交换狙击者已经收购的股份，目标公司愿意支付绿票讹诈（greenmail）或目标公司中一些有价值的资产，狙击者的这种能力使得许多敌意收购尝试更有利可图。即使目标公司拒绝参与这类交易，狙击者也能够成功地使这些公司“入局”（in play）。当目标公司入局后，股票一般大量集中在套利者手中，他们随时准备将股票卖给最高出价者。这个过程通常以公司最终被收购而结束，而收购方不一定就是最初的出价者。

虽然套利是一项相当成熟的实践活动，但直到第四次并购浪潮，套利者在并购过程中的作用才变得十分明确。套利者，如声名狼藉的伊万·博斯基（Ivan

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Boesky）对并购完成的可能性打赌，购买预期会成为收购目标的公司的股票。

套利者成为20世纪80年代并购过程中非常重要的组成部分，他们的介入使并购策略发生了改变。此外，套利行业的发展促使那些年里发生的敌意收购数量大大增加。

第四次并购浪潮其他独特的特点

第四次浪潮还有其他一些有趣并且独特的特点，这些特点使这一时期与美国并购历史上的其他任何时期明显不同。

投资银行家的积极作用

投资银行家在推进并购中的积极作用对第四次浪潮的发展十分关键。反过来，并购也为投资银行提供了大量的无风险咨询费。这一期间这些咨询费的数量达到前所未有的水平。投资银行和律师事务所的并购专家们开发了许多创新性产品和技巧以促进或防止并购。他们迫使潜在的目标公司和收购方聘请他们来实施或阻止接管。在一定程度上出于协助并购融资的目的，投资银行德崇证券公司（Drexel Burnham Lambert，DBL）开拓了垃圾债券市场的发展与成长。这些原先低等级别的证券现在成为许多并购中的重要融资工具。垃圾债券融资帮助扩张性企业和狙击者筹集必要的资金来收购或袭击一些著名的公司。

并购策略的复杂性增加

第四次并购浪潮以创新的收购技巧和投资工具为特征。袭击策略和防御策略高度复杂。为了加大发生敌意收购时的积极对抗力度，潜在的目标公司设置了各种防御性反并购措施。面对日益增加的不断创新的并购策略，收购方不得不小心应对，以战胜这些防御措施。这些反并购策略将在第5章中详细论述。

更积极地运用债务资金

20世纪80年代的许多大型并购在融资中运用了大量的债务资金。这是小公司可以出价收购大公司的原因之一。这一期间“杠杆收购”成为华尔街最热门的词汇之一。通过杠杆收购，债务资金可以用来使上市公司私有化。在管理层收购（management buyout）中，公司的管理层经常运用到这种技巧。虽然在第四次浪潮之前就发生过上市公司私有化，但这种交易类型直到20世纪80年代才大量出现。

法律和政治策略

在这一期间，联邦政府和州政府之间的新冲突不断发生。面临收购威胁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司更多地寻求州政府的保护以防止敌意收购。他们经常劝说地方立法部门通过反收购法案，这引起联邦政府和地方政府直接发生冲突。一些联邦政府代表，比如美国证券交易委员会认为这些地方法案破坏了各州之间的商业往来，州政府却认为这些法案建立在宪法赋予州的基本权力之上，是为了保护本州企业的基本权益。不过很明显，一些州政府成为本地企业的保护者。

国际性并购

20 世纪 80 年代美国发生的并购中大多数是美国公司收购其他国内公司，但外国收购者也占有相当大的比重，不过这与第五次浪潮相比不算什么。第四次浪潮中一个大型国际并购的例子是 1987 年英国石油以 78 亿美元收购标准石油公司。许多并购交易都由非美国企业发起，它们力求向更大的、更稳定的美国市场扩张。美国拥有世界最大的经济规模，政治环境也很稳定。不过，这一期间美国企业也通过大量收购国外企业积极地向国际市场扩展。

除了国内收购涉及的一般性问题外，跨国收购还存在着货币价值问题。如果美元相对其他货币贬值，就像 20 世纪 90 年代所发生的，美国公司的股票价值就会下降，而外国货币的购买力就会上升。对日本或欧洲公司来说，美元贬值就会使美国公司成为很有吸引力的收购目标。随着 20 世纪 80 年代和 90 年代市场全球化的不断发展，收购美国境内企业的外国公司数量也不断增加。尽管美国公司也在外国市场参与并购活动，但美元贬值使这样的收购更加昂贵。

取消管制的作用

20 世纪 80 年代某些行业的管制被取消了。米切尔和马尔赫林（Mitchell and Mulherin）分析了一个由 1982—1989 年间发生的 1 064 次并购和其他重组交易组成的大样本。[①] 他们发现一些行业取消了重要的联邦管制，比如航空、广播、娱乐、天然气和卡车运输等行业，管制的取消是引起并购活动的一个重要原因。他们也注意到各行业对取消管制的反应并不完全相同，例如，广播业的反应要比交通运输业快得多。

第四次并购浪潮结束的原因

随着 20 世纪 80 年代经济扩张长周期的结束，经济在 1990 年进入了短暂的萧条时期，第四次并购浪潮也在 1989 年结束了。第四次浪潮中的许多高收益杠杆交易也因为经济下滑而被迫终止。除了经济的全面衰退外，导致第四次浪潮结束的其他原因还包括垃圾债券市场的崩溃。垃圾债券市场曾为这一时期的许多杠杆收购提供了融资。第 7 章和第 8 章将详细论述这些内容。

---

① Mark L. Mitchell and J. Harold Mulherin, "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity," *Journal of Financial Economics*, 41, June 1996, 193-229.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五次并购浪潮

从 1992 年开始，并购数量再一次增长（见图 2—10）。与第四次浪潮中发生的规模相似的大型交易再次出现。这一时期，第四次浪潮中发生的大量高负债交易还历历在目，一些公司陷入了破产。公司经理们信誓旦旦不会重犯 20 世纪 80 年代的错误，他们会更加关注战略性交易，不过度依赖债务杠杆，也会避免短期的、单纯的财务游戏。这一切似乎都按照计划进行——至少在短期内是这样。

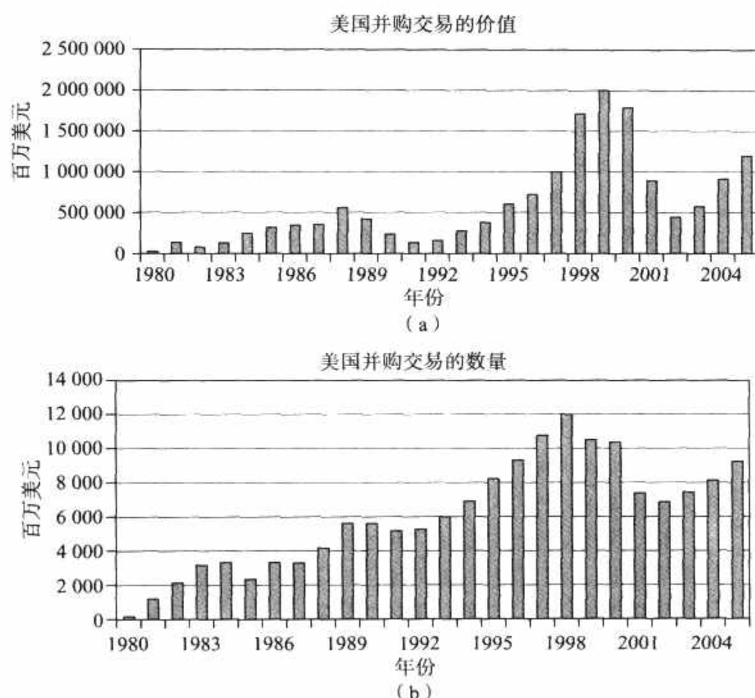


图 2—10　美国的并购交易，1980—2005 年：（a）价值；（b）数量

资料来源：*Mergerstat Review*，2006；and Thomson Securities Financial Data。

20 世纪 90 年代，美国经济进入了历时最长的战后扩张时期，为应对日益增长的总需求，公司采用了并购这种比内部增长更快捷的扩张方式。与此同时，公司的股票价值日益上升，各种市场指数屡创新高（见图 2—11）。

虽然在经济扩张的条件下，需要对公司的预期盈利作出一些调整，但这仍不足以对市场的高涨作出解释。我们将在本章稍后部分再讨论这个问题。

第五次浪潮以许多大型并购为特征，敌意收购相对较少，发生更多的是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

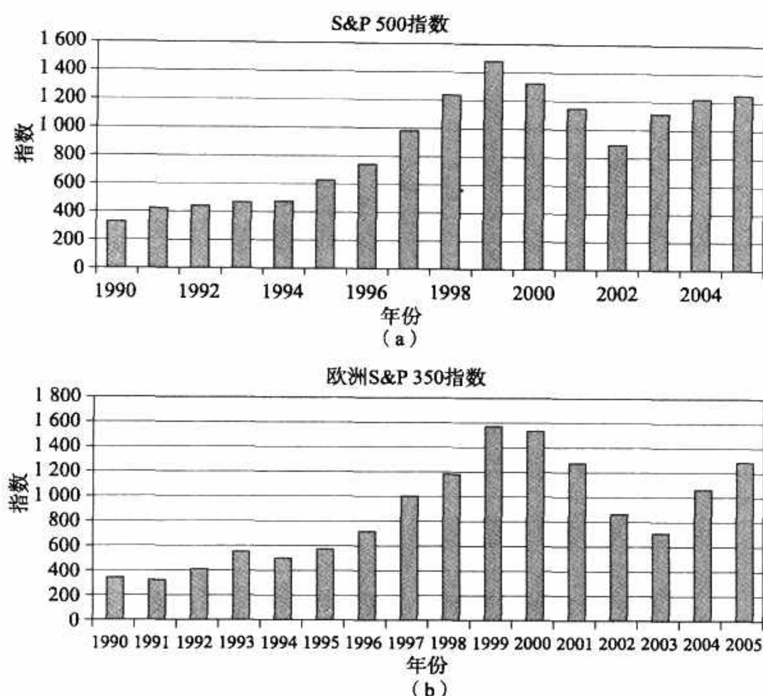


图 2—11 美国和欧洲的 S&P 指数：(a) S&P 500；(b) 欧洲 S&P 350 指数

资料来源：Bloomberg，www. econstats. com/eqty/eqea _ mi _ 1. htm。

战略并购。经济在 1990—1991 年衰退之后逐渐复苏，公司开始寻求扩张，并购再一次被认为是最快捷、最有效的扩张方式。不过，与 20 世纪 80 年代不同，90 年代的交易更加注重战略意义，而不是以迅速获得财务收益为目标。这些交易不像第四次浪潮中那样主要使用债务性融资，而是更多地通过股权进行融资，因而较少产生杠杆交易。由于 90 年代早期的并购交易并不过多依赖大量的债务，因此收购公司没有太大压力需要迅速出售资产偿还债务来减轻债务负担。发生的交易至少最初是由收购方的某个战略目标引起的，与内部扩张相比，该目标更容易通过并购方式实现。

第五次浪潮中的行业集中

第五次并购浪潮中，美国并购总金额中相当大的比重集中在某些行业。银行业、金融业、通信业和广播业的并购总额占据了 1993—2004 年间美国交易总值的 26.5%。而且这一比重由 1994 年 7.5%的较低位置快速上升到 1999 年的 41.9%（见图 2—12）。这种现象由多个因素共同引起，包括管制取消的持续影响和银行业的合并，以及通信及网络行业发生的剧烈变化。如果没有这些部门的短期膨胀影响，第五次浪潮将是另一种情形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

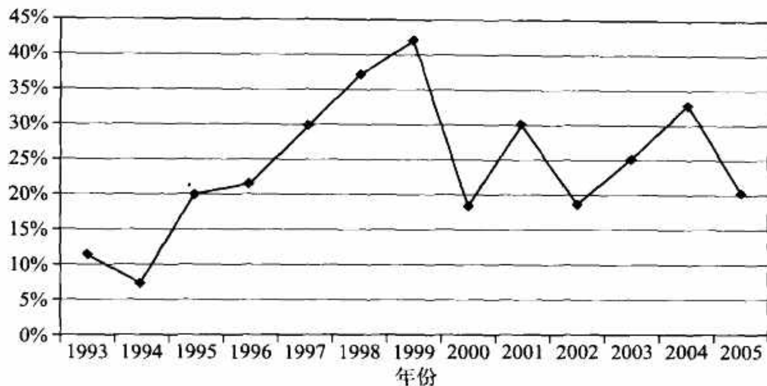


图 2—12 广播、通信、银行和金融行业的并购总额占美国并购总额的百分比

资料来源：*Mergerstat Review*，2006；Table 2-4。

第五次并购浪潮的热点：滚动收购和行业合并

每一次并购浪潮都会出现一些与众不同的交易类型，第五次并购浪潮也不例外。20 世纪 90 年代中期，市场开始盛行被称为滚动收购（roll-ups）的合并交易。通过那些被称作合并者的公司进行的大规模收购，彼此之间没有多大联系的行业被合并在一起。一些投资银行专门从事滚动收购交易，通过发行合并后的公司股票来筹集资金。表 2—7 列示了一些重要的合并企业。滚动收购在殡仪业、办公用品业、绿植业尤为集中。

表 2—7　　大型滚动收购

公司名称	行业
美国钢铁（Metal USA）	钢铁服务中心
美国办公用品（Office Products USA）	办公用品
美国花业（Floral USA）	花业
安居集团（Fortress Group）	家居建筑
美国快递系统（U. S. Delivery Systems）	快递
美国空调系统（Comfort Systems USA）	空调
美国轿车（Coach USA）	公交公司
废品管理（Waste Management）	废品处理
共和产业（Republic Industries）	汽车交易

滚动收购的目的是将小型企业合并成全国性企业，在取得向全国性而不是地区性客户营销机会的同时，还可以充分利用规模经济。这些合并在理论上似乎能够获得某些收益，但历史表明许多交易是严重失败的。合并后的经济实体中有许多宣告破产，而另外一些企业则发生亏损并被卖给其他企业。在 20 世纪 90 年代，当市场进入一种非理性的寻求投资机会的热潮中时，这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

滚动收购非常盛行。

第五次浪潮在欧洲、亚洲、中南美洲的表现

第五次浪潮是一轮名副其实的全球性并购浪潮。如图 1—1 所示，美国的交易金额和交易数量从 1996 年开始猛烈增长。在欧洲，第五次浪潮真正开始于 1998 年。1999 年欧洲的交易金额已经几乎与美国持平。在欧洲国家中，英国的交易规模居首位，其次是德国和法国。亚洲的并购金额和数量也在 1998 年开始显著增长，整个亚洲的交易规模都很显著，不仅包括日本，还包括亚洲所有大国。许多亚洲国家近来才开始对它们严格的计划经济进行改革，这次改革中发生了大量的公司出售和并购活动。

在第 1 章中曾指出，中南美洲也发生了大量的并购交易，不过该地区的并购市场规模要远远小于亚洲，而亚洲并购规模又小于欧洲和美国。在企业寻求为全球性市场服务的过程中，经济力量的增长和对全球化的追求影响了所有经济体。发生在地球某个角落的扩张性活动，如果没有被人为管制，就会如同一石击起千层浪，在全球其他地方产生影响。第五次并购浪潮就是这样一种情况。

第五次浪潮中收购方的表现

在第五次浪潮开始发生时，公司经理们信誓旦旦地表示，他们不会犯第四次浪潮中曾出现过的同样的错误。他们中的许多人坚持不进行短期的、财务导向的并购交易，而是关注于长期的、战略性的交易。事实很明显，经理们选择了增加股东财富的并购交易。在一个选取了 1980—2001 年价值超过 100 万美元的 12 023 个并购交易的大样本中，莫勒、施林格曼和斯塔尔茨（Moeller, Schlingemann and Stulz）发现，在第五次浪潮开始之初发生的交易确实增加了股东价值。[①] 但是，1998—2001 年间收购企业的股东损失了令人震惊的 2 400 亿美元！（见图 2—13）这与 80 年代损失的 80 亿美元总额（剔除了通货膨胀因素后的数值）形成了鲜明对比。人们可能会问，从社会的角度看，目标公司股东增加的收益是否在抵消收购公司股东的损失后还绰绰有余？但答案并不是如此。目标公司股东新增的收益不能抵消收购公司股东的损失，两者相差高达 1 340 亿美元。不过，对于收购公司的股东来说，这些“抵消的”收益毫无意义。考虑这些收益就如同说，“向确定的目标公司支付高额溢价吧，我们的确会损失大笔资金，但在此成本之上，目标公司股东能够获得更大收益。因此，从整个社会的角度看，这项交易还是有利可图的。”

---

① Sara B. Moeller, Frederik P. Schlingemann, and René M. Stulz, “Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring Firm Returns in the Recent Merger Wave,” *Journal of Finance*, 60 (2), April 2005, 757-783.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

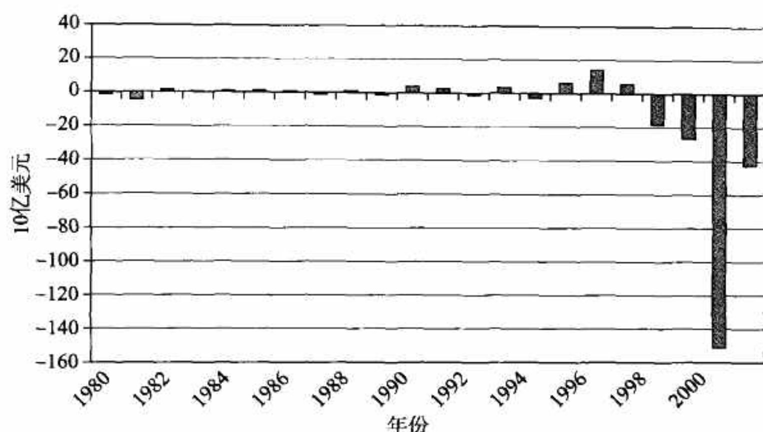


图 2—13　收购公司股东的年均美元收入，1980—2001 年

资料来源：Sara B. Moeller, Frederik P. Schlingemann, and René M. Stulz, "Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring Firm Returns in the Recent Merger Wave," *Journal of Finance*, 60 (2), April 2005。

发生大规模损失的公司数量是令人震惊的。莫勒等发现，1998—2001 年间使股东蒙受了 10 亿美元以上损失的并购交易有 87 个。为什么第五次浪潮中收购方公司的损失会如此之大？一种解释是，在第五次浪潮早中期，经理们受到了更多的限制。他们要避免犯前一次并购浪潮中的错误，但是，由于股票市场产生了泡沫，经理们的大脑中是夸大了的股票价值。这表现在该时期盛行的高市盈率上（见图 2—14）。经理们可能相信是他们的管理使公司股票价值上升到如此高的水平。这些不知天高地厚的公司总裁们认为，公司价值高是由于他们的管理技巧好，而不是事实上他们的公司和大部分市场都处于一种非理性的价值高估浪潮中。这些总裁现在拥有管理团队的成功记录，当他们向董事会提出并购建议时，由于他们在位期间创造了公司历史最高价值，因此董事会很难指出他们的并购提议不合理。

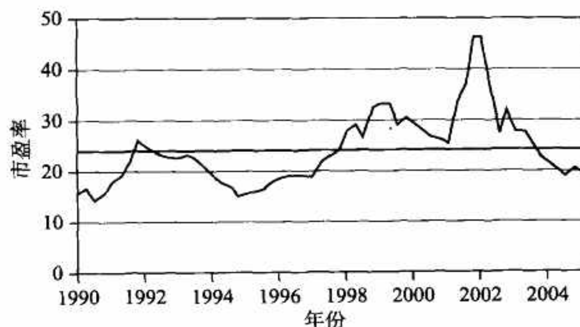


图 2—14　S&P 500 的市盈率：1990—2005 年

资料来源：Standard & Poor's。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国有企业的私营化

许多国家寻求通过出售国有业务来筹集资本、刺激经济增长。这种现象主要发生在亚洲、中南美洲和东欧等欠发达国家（见图 2—15），与英、美等发达国家关系不大。许多解除了政府管制的私营化企业被别的公司收购或者开始收购其他公司。随着大量企业由国有部门转向私人部门，潜在的收购公司和目标公司的数量都开始增加。

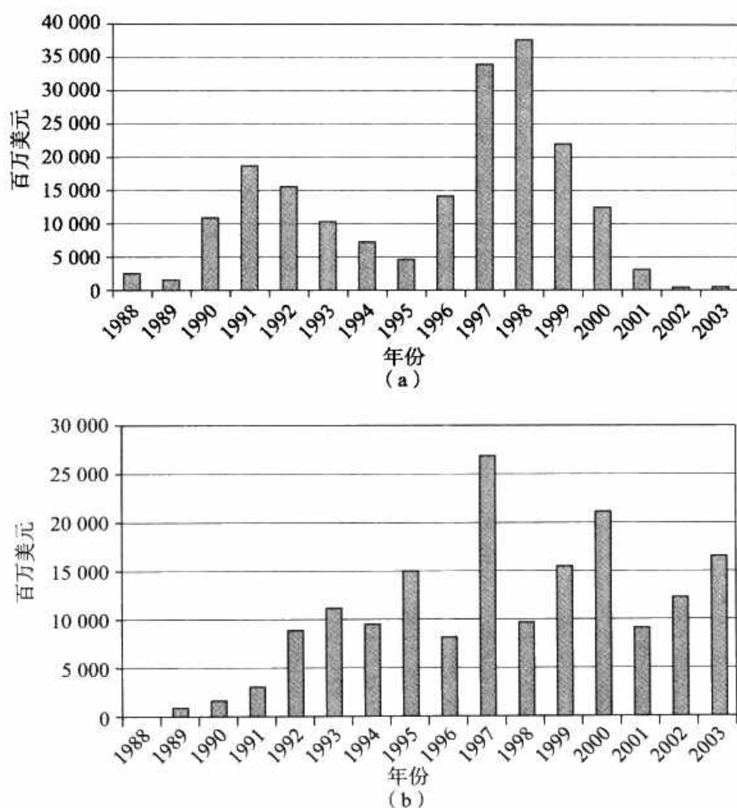


图 2—15　国有企业私营化收入，1988—2003 年：(a) 拉丁美洲和加勒比地区；(b) 东亚和太平洋地区、欧洲、中亚

资料来源：http://rru.worldbank.org/Privatization/。

来自新兴市场的收购者

在第五次浪潮和 21 世纪前十年中，出现了一类新的表现突出的收购企业——新兴市场的收购者。这些收购公司中有许多是通过新兴市场中私有企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业收购和小型竞争性企业合并形成的（见图 2—16）。其中一个例子是米塔尔公司，它通过在全球范围内大量并购私有化的钢铁企业，成为全球最大的钢铁公司（见表 2—8）。2006 年它对第二大钢铁企业——安赛乐公司（Arcelor）成功实施了敌意收购，震撼全世界。米塔尔仅是这轮浪潮中的一个例子。另一个例子是阿联酋的企业迪拜港口世界（Dubai Ports World），它在 2006 年以 68 亿美元敌意收购了半岛东方蒸汽航海公司（Peninsular & Oriental Steam Navigation Co.）。还有一个例子是位于孟买的由雷坦·N·塔塔（Ratan N. Tata）领导的塔塔集团（Tata Group）。该公司是一家国际性综合企业，除拥有一家全球最大的咖啡和茶叶销售商外，还拥有一些高档酒店、软饮料和电信业务。2006 年 10 月塔塔集团收购了英国的康力斯集团（Corus Group），成为全球最大的钢铁企业之一。

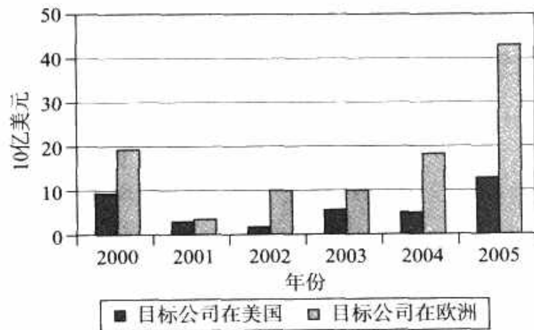


图 2—16　新兴市场的收购目标

资料来源：Jason Singer and Dennis K. Berman, "Companies Emerging Markets Show Clout in Global Deal Game," *Wall Street Journal*, February 13, 2006, A1。

表 2—8　　全球最大的钢铁公司：2004 年产量

公司	钢铁产量（百万吨）
米塔尔钢铁	65
安赛乐公司	52
新日铁公司（Nippon Steel）	34
日本钢铁工程钢铁公司（JFE Steel）	34
浦项制铁公司（Posco）	34
宝钢集团（Baosteel）	23
美国钢铁	23

资料来源：Mittal Steel, Paul Glader, "Mittal, Arcelor Clash on Strategy in Takeover Battle," *Wall Street Journal*, March 10, 2006, A2。

在 2006 年上述交易发生之前，2005 年埃及百万富翁奈古德·塞维里斯（Naguid Sawiris）就以 120 亿美元收购了意大利国家电力公司（Enel SpA）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有的风之电信公司（Wind Telecommunications）。塞维里斯曾收购了中东和亚洲的其他一些公司，但这项交易是他首次进军欧洲。如果没有来自欧洲银行的巨额融资支持，这项交易几乎不可能完成。同年还发生了中国联想集团对 IBM 个人电脑业务的收购。

新兴市场企业进行大额并购意味着并购活动现在已经成为名副其实的全球现象。不久前，大额收购活动还主要发生在美国企业之间，但现在并购领域已经实现了真正意义的全球化，因为拥有良好融资状况的大型收购公司不仅来自发达国家，还来自新兴市场。这些新兴市场的企业开始拓展全球范围的市场份额，这使它们成为更加可信的出价者。

21 世纪前十年的欧洲保护主义

外国企业很难在一些欧洲国家内收购大型民族企业。一些案例表明，欧洲国家采取措施设置障碍来阻止优秀的民族企业被接管。例如，2006 年，为了阻止意大利国家电力公司的敌意收购，法国政府仓促地安排了两家法国设施公司——苏伊士水务集团（Suez SA）和法国天然气公司（Gaz De France SA）的联姻。西班牙也实施了新的接管法，试图阻止德国 E. On 电力公司对西班牙恩德萨国家电力公司（Endesa SA）的并购。欧洲委员会裁定西班牙违背了欧洲并购条例，因为它采取的措施违背了这些条例的精神。许多欧洲国家需要自由市场，以便于让国内雄心勃勃的企业扩张经营领域；但同时，当有来自其他国家的敌意收购时，它们又希望能够阻止市场的自由进入。在 21 世纪初的几次并购中，民族保护主义战胜了对自由市场的追求。

小　结

本章讨论了公司并购在美国的盛衰历史，它以四个被称为并购浪潮的并购活动频繁发生时期为特征。较早的几次并购浪潮主要受美国科技进步的深刻影响，最后形成了巨大的工业经济体。第一次并购浪潮中发生了许多横向并购和一些行业合并。第二次浪潮仍以横向并购为主，同时也包括许多纵向并购。第三次并购浪潮是混合并购时代，即被收购的公司处于不同的行业。第四次并购浪潮的独特之处在于出现了公司狙击者，这些公司狙击者经常利用垃圾债券市场为高杠杆交易融资。这种债务融资方式也被用于如杠杆收购等其他相关的金融交易中。尽管公司狙击者早在 20 世纪 80 年代之前就已经存在，但直到第四次浪潮他们才得以利用垃圾债券融资这一有力工具来袭击美国一些最大的企业。为此，狙击者的行为彻底地改变了公司管理的概念，之前公司从未暴露在如此难以应付的危险之前。20 世纪 80 年代末，在垃圾债券市场崩溃、经济陷入衰退时，并购活动的狂热步伐看上去似乎也将从此停止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，并购的停顿只是暂时的。1992 年并购交易数量再一次恢复，标志着第五次并购浪潮的开始。第五次浪潮以比 20 世纪 80 年代规模更大的超级并购为特征。除此之外，并购交易还成为一种世界现象，大量的并购活动发生在欧洲和亚洲。这一期间的并购交易与前四次不同，更多的交易是相关企业为寻求扩张到新市场或利用潜在的协同效应而进行的战略性并购。但是到 1998 年，事情的发展似乎完全与预想背离，收购公司在 1998—2001 年这四年间给其股东造成了总共 2 400 亿美元的损失。与之相比，第四次浪潮中 80 亿美元的总损失就算不了什么了。

在 21 世纪早期有所下降后，并购业务再次快速发展，并购成为一种名副其实的全球现象。作为私有化增加的结果，新的潜在目标企业和收购企业进入市场，尤其是在东欧、亚洲和拉丁美洲。另外，由于新兴市场企业已经在各市场建立了高度可信的地位，它们开始作为出价方参与大额并购。

本书其余各部分将对并购领域的最新发展进行更全面的讨论，并深入探讨并购活动的各个层面，以使读者能够更全面地了解这一不断发展的领域的错综复杂性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章

并购的法律体系

本章主要考察美国的并购监管法律体系，并对其他国家的相关法律进行讨论。很显然，尽管各国在并购监管方面存在一些重大差异，但也有许多相似之处。

在美国，并购法律对善意交易与敌意交易的要求不同。在法律安排上，对这两种类型又根据交易的实现方式进一步划分为现金交易和股票交易。每一类型交易的具体规定如下：

- 善意并购——现金交易。购买方需要向美国证券交易委员会提交一份描述交易的委托书。一般情况下，购买方先编制一份委托书草稿，然后根据美国证券交易委员会的意见进行修改，最终形成的委托书连同一份股东授权表一同邮寄给股东，股东在填写相关内容后再将这些文件寄回。在这些工作完成之后，交易还必须获得股东大会的批准，这样整个交易才算全部完成。
- 善意并购——股权交易。股权交易过程与现金交易过程类似，只是用于购买目标公司股份的股票必须是经过注册的。为此，购买方需要提交一份注册申请表。一旦注册申请表被批准，合并后的注册表和委托书就可以送交给股东。
- 敌意并购——现金股权收购。收购方通过向目标公司股东发放相关材料发起股权收购，但这种行为必须符合威廉姆斯法的规定。本章将详细讨论这部法案。不过，与上面提到的善意收购不同，美国证券交易委员会不能在相应材料提交给股东之前作出评价。但美国证券交易委员会也可能会在最短要约期（minimum offer period）内进行这项工作。本章后面内容将对这一点展开讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 敌意并购——股票股权收购。收购方首先需要递交注册申请表，只有当注册申请表批准生效后，收购方才可以向股东发放股权收购相关材料。美国证券交易委员会可能会对注册申请表提出建议，收购方必须根据这些建议对注册申请表进行修改。一旦注册申请表被认定有效，剩下的过程就和现金股权收购类似。

与兼并、收购和股权收购相关的法律

美国有好几部法律专门监管并购领域的活动。这些法律制定了监管并购过程的规则。由于目标公司面临收购时可以利用其中某些法律条款作为反收购策略，收购公司必须仔细研究这些法律规定。证券交易法、反托拉斯法和州公司法是其中最主要的三部法律。

证券交易法

对于并购交易来说，比较重要的证券交易法有好几种。本章将会讨论这些法律中最重要的部分，首先讨论 8K 部分，然后详细讨论威廉姆斯法。

8K 报告

《1934 年证券交易法》要求，在特定事件发生之后的 15 个工作日内必须提交 8K 报告。特定事件是指收购和处置金额巨大的资产，包括购买和处置公司。报告内容应该包括如下信息：

- 对被购买或处置资产的描述
- 支付或收到对价的性质和金额
- 资产转让方的身份
- 对于收购行为，需要说明收购所需支付资金的来源
- 被收购企业的财务报表

如果购买资产时获得的产权，或者收购/处置中支付/收到的金额超过了注册公司及其子公司账面总资产的 10%，这样的收购就被认定为涉及金额巨大的资产。规定的收购资产的最低比例非常重要。例如，20 世纪 90 年代泰科公司（Tyco）的多次收购都不用递交 8K 报表，因为单项收购涉及资产没有达到规定的最低比例。但这些并购加在一起，涉及的资产已远远超过规定的最低比例。此外，随着公司规模通过并购活动不断扩大，更多更大的收购“在雷达下进行”（going under the radar），看清泰科公司收购项目的真实程度已经变得很困难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

S—4 表

如果一家上市公司在收购目标公司时不得不发行新股，为了注册这些股票，它必须向美国证券交易委员会递交一份披露文件。这份披露文件通常是 S—4 表格，该表格的内容比公司先前上市时需要递交的 S—1 表要简单些。

威廉姆斯法

《1968 年威廉姆斯法》是并购领域最重要的证券交易法之一，它对 20 世纪 70 年代和 80 年代的并购行为产生了深远影响。在威廉姆斯法通过之前，美国没有其他任何法律监管股权收购行为，这主要是因为之前很少有股权收购活动。但到了 20 世纪 60 年代，股权收购已逐渐成为获得公司控制权和解聘现有管理层的一种普遍方式。对于以证券作为对价支付的股权收购，《1933 年证券法》的披露要求提供了有限的监管规则。但对于现金股权收购，却几乎没有任何可以参考的法律规定。因此，美国证券交易委员会力图弥补法律中的这个缺陷，基于这一目的，美国参议院银行业委员会主席哈里森·威廉姆斯（Harrison Williams）于 1967 年提出了一项法案，并在 1968 年 7 月得到了美国国会的批准。通过的威廉姆斯法补充了《1934 年证券交易法》，并且成为证券交易监管的法律基础。威廉姆斯法和 1933 年颁布的证券法一样，都是出于政府更加严格管制证券市场的要求，都有助于消除许多被人们认为导致 1929 年 10 月股票市场崩溃的不合规行为。

具体而言，这些法律要求公开发行股票的公司披露更多的信息。例如，《1933 年证券法》要求公司上市时要提交详细的信息披露报表。另外，《1934 年证券交易法》禁止证券业的某些行为，包括虚售和顾客账户的大进大出。它同时也指定美国证券交易委员会作为联邦证券法的执行机构。威廉姆斯法新增了五节，对《1934 年证券交易法》进行了补充。

威廉姆斯法的目标主要有四个：

1. 监管股权收购行为。在威廉姆斯法通过之前，目标公司的股东为了避免接受更不利的条款通常不得不匆忙抛出他们的股份。

2. 规定收购程序和信息披露要求。通过披露更多的信息，股东能够根据收购方提供的价格作出更明智的决策。在换股交易中，目标公司股东将成为收购公司的股东。信息披露有助于目标公司的股东更全面地了解潜在的收购公司。而对收购公司股票的正确估值取决于详细财务数据的可获得性。

3. 为股东提供足够的时间来对股权收购作出更成熟的决策。即使目标公司的股东获得了许多必要的信息，他们仍然需要足够的时间来分析这些数据。威廉姆斯法可以让他们作出更好的决策。

4. 增加证券市场的信心。通过增加投资者的信心，证券市场能够吸引更多的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金。如果投资者基于规定的信息作出决策，他们会较少担心发生纯粹经济损失。

威廉姆斯法的 13（d）节

威廉姆斯法的 13（d）节为股东和目标公司管理层提供了预警系统，提醒他们不久发生控制权受到威胁的可能性。该节要求购买方在所持股份达到目标公司流通股总数的 5%时，要披露相关信息，而不论这些股份是来自公开市场购买、股权收购还是私下购买。在威廉姆斯法刚通过时，这个界限是 10%；后来认为这个比例太高，就采取了 5%这一更保守的水平。13（d）节规定的相关信息披露要求并不限于股权收购。试图控制某一公司的收购方在获得目标公司 5%的控股权时，必须披露相关信息。收购方需要通过提交 13D 表格来完成披露要求（见图 3—1）。如果有一群投资者达成默契共同合作，那么根据威廉姆斯法的规定，这群投资者所持有的股份必须算在一起。因此，即使没有任何个人或企业实际拥有另一家公司 5%的股份，提交这份表格进行信息披露也是必要的。

OMB APPROVAL
OMB Number:3235-0145
Expires:September 30，1988

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION
Washington，D.C.20549

SCHEDULE 13D

Under the Securities Exchange Act of 1934
(Amendment No.____)*

____
(Name of Issuer)

____
(Title of Class of Securities)

____
(CUSIP Number)

____
(Name, Address and Telephone Number of Person Authorizd to Receive Notices and Communications)

____
(Date of Event which Requires Filing of this Statement)

If the filing person has previously filed a statement on Schedule 13G to report the acquisition which is the subject of this Schedule 13D, and is filing this schedule because of Rule 13d-1(b)(3) or (4), check the following box ☐.

Check the following box if a fee is being paid with the statement ☐.(A fee is not required only if the reporting person: (1) has a previous statement on file reporting beneficial ownership of more than five percent of the class of securities described in Item 1; and (2) has filed no amendment subsequent thereto reporting beneficial ownership of five percent or less of such class.) (See Rule 13d-7.)

Note：Six copies of this statement,including all exhibits，should be filed with the Commission. See Rule 13d-1(a) for other parties to whom copies are to be sent.

*The remainder of this cover page shall be filled out for a reporting person's initial filing on this form with respect to the subject class of securities，and for any subsequent amendment containing information which would alter disclosures provided in a prior cover page.

The information required on the remainder of this cover page shall not be deemed to be"filled "for the purpose of Section 18 of the Securities Exchange Act of 1934 ("Act")or otherwise subject to the liabilities of that section of the Act but shall be subject to all other provisions of the Act (however，see the Notes).

SEC 1746 (2-87)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SCHEDULE 13D

CUSIP No. ______________ Page ______ of ______ Pages

1	NAME OF REPORTING PERSON S.S.OR I.R.S. IDENTIFICATION NO.OF ABOVE PERSON		
2	CHECK THE APPROPRIATE BOX IF AMEMBER OF A GROUP* (a) ☐ (b) ☐		
3	SEC USE ONLY		
4	SOURCE OF FUNDS*		
5	CHECK BOX IF DISCLOSURE OF LEGAL PROCEEDINGS IS REQUIRED PURSUANT TO ITEMS 2(d) or 2(E) ☐		
6	CITIZENSHIP OR PLACE OF ORGANIZATION		
NUMBER OF SHARES BENEFICIALLY OWNED BY EACH REPORTING PERSON WITH		7	SOLE VOTING POWER
		8	SHARED VOTING POWER
		9	SOLE DISPOSITIVE POWER
		10	SHARED DISPOSITIVE POWER
11	AGGREGATE AMOUNT BENEFICIALLY OWNED BY EACH REPORTING PERSON		
12	CHECK BOX IF THE AGGREGATE AMOUNT IN ROW(11) EXCLUDES CERTAIN SHARES* ☐		
13	PERCENT OF CLASS REPRESENTED BY AMOUNT IN ROW(11)		
14	TYPE OF REPORTING PERSON*		

*SEE INSTRUCTIONS BEFORE FILLING OUT!

图 3—1　13D 表的样表

13D 表

13（d）节规定收购方需向美国证券交易委员会、目标公司股票所在交易所以及目标公司提交 13D 表。向美国证券交易委员会提交表格一般通过它们的数据库——电子数据收集与处理（electronic data gathering and retrieval，EDGAR）进行，并且要求在购买目标公司流通股股票达 5%后的 10 天内完成填报。有些机构可以不提交 13D 表，如以顾客之名持有股份的经纪人公司或在规定时期内（最长 40 天）持有股份的承销商。

13D 表要求披露如下信息①：

① Bryon E. Fox and Eleanor M. Fox, *Corporate Acquisitions and Mergers*, 2 (New York: Matthew Bender, 1994), p. 27.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 股票发行公司的名称和地址，以及购买的证券类型。例如，一家公司可能拥有不止一类证券，在这种情况下，收购公司必须指出它已经获得的超过5%的证券的类型。
- 填报者的详细背景信息，包括过去的任何违法记录。
- 实际拥有的股票数量。
- 交易目的。这里收购方必须说明他购买证券的目的是试图获得该公司的股权，还是仅仅出于投资。
- 用于购买公司股票的资金来源。例如，必须披露所需资金的债务依赖程度，监管部门可能还要求随表附带金融机构出具的证明收购方有获得必要资金能力的书面材料。

除了上述内容，收购方必须披露在出价前的60天内对目标公司股份的所有交易。

13(d)(2)节规定的修订

13(d)(2)节要求股票发行方在发生13D表中所列的重大变化时，要及时向美国证券交易委员会和证券交易所提交报表。如同威廉姆斯法的大部分措辞一样，关于重大变化的构成，甚至对什么是“及时”的定义都是模糊的。尽管如此，13(d)(2)节还是明确指出，引起资产规模增加或减少1%的事件就是重大的。一般来说，在发生重大变化后的10天内提交报表是可以接受的，除非变化非常重大以致需要更及时地提交报表。[①] 这种重大性可能表现为市场对新信息的敏感性和依赖性，也可能表现为以前披露的信息与现在有了明显的不同。

触犯13(d)节的惩罚

如果有明显的触犯13(d) 节的行为，股东或目标公司可以提起诉讼要求赔偿。相比于目标公司本身，法庭可能更关注13(d) 节中目标公司股东的权利，因为制定本节法律的目的是为了保护股东的利益而不是目标公司的利益。与采取赔偿金形式的补偿性措施相比，法庭总是倾向于实施如禁令之类的平衡性补偿。他们更在意如何确保提供给股东恰当的信息披露，而不是阻止并购行为的发生。除了法庭之外，美国证券交易委员会可能会对涉嫌违反13(d)节的机构进行复查，并且可能会采取一定的惩罚措施。违反13(d) 节的机构可能会面临罚款和追回不法所得的惩罚。

---

① Brent A. Olson, *Publicly Traded Corporations: Governance, Operation and Regulation* (New York: Thompson-West, 2005), p. 14-19.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13G 表

对那些购买某公司股票达5%及以上，但在过去12个月内的购买数量不超过其中2%，或者无意取得公司控制权的投资者，尤其是机构投资者，美国证券交易委员会作出了特别规定。这些投资者被要求提交相对简单的13G表。13G表必须在每年的2月14日提交，这类股东有时被称为5%的受益所有人(beneficial owner)。

员工持股计划

美国证券交易委员会可能会认定员工持股计划（employee stock ownership plan，ESOP）的受托人是该计划所涉及股票的受益所有人。这些受托人可能是银行顾问或者投资顾问。在界定受托人是否是受益所有人时，美国证券交易委员会会考虑这些受托人是否拥有自由投票权或者股票处置权。如果这些受托人拥有这种自由权，他们就必须提交相应的文件。

14(d)节和M—A法令

威廉姆斯法主要通过14(d) 节规定了股权收购的信息披露要求。如果股权收购实施成功，收购方拥有某类股权证券数超过5%或者更多时，这些法令将被采用。

TO 表

法律最初规定信息披露采取14D—1表的形式。股权收购则采取类似的13E—4表的形式。由于这两张表都与股权收购相关，它们要么由发行者提交，要么由第三方提交，因此，2000年1月，美国证券交易委员会决定将它们合并为一张现被称为TO表的表格（见图3—2)。TO表涉及并购新法令——M—A法令中设定的规则。表格必须在提出要约时填制并提交给美国证券交易委员会，同时必须递交一份副本给目标公司的执行办公室。如果存在其他收购者，也必须向他们提交一份副本。除此之外，收购公司不仅要以电话形式通知交易目标公司股票的每一家交易所，告诉它们公司对该股票的股权收购行为，还要向它们邮寄一份TO表。如果目标公司的股票在场外交易市场(OTC) 交易，类似的通知则要报送全美证券交易商协会。接下来，收购方会向媒体发布新闻（见图3—4)。TO表也可以用来更新13D表中提交的信息，从而满足威廉姆斯法13（d）节中的报告要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SC TO-T 1 dsctot. htm SCHEDULE TO

UNITED STATES
SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION
Washington, D.C. 20549

SCHEDULE TO
(RULE 14d-100)
Tender Offer Statement Pursuant to Section 14(d)(1) or 13(e)(1) of
the Securities Exchange Act of 1934

PEOPLESOFT, INC.
(Name of Subject Company)

PEPPER ACQUISITION CORP.
ORACLE CORPORATION
(Name of Filing Persons-offeror

COMMON STOCK, PAR VALUE $0.01 PER SHARE
(Title of Class of Securities)

712713106
(Cusip Number of Class of Securities)

Daniel Cooperman
Senior Vice President, General Counsel and Secretary
Oracle Corporation
500 Oracle Parkway
Redwood City, California 94065
Telephone: (650) 506-7000
(Name, Address and Telephone Number of Person Authorized to Receive Notices
and Communications on Behalf of Filing Persons)
Copies to:
William M. Kelly
Davis Polk & Wardwell
1600 El Camino Real
Menlo Park, California 94025
Telephone: (650) 752-2000

CALCULATION OF FILING FEE

Transaction Valuation*	Amount of Filing Fee**
$5,065,695,056	$409,815

* Estimated for purposes of calculating the amount of filing fee only. Transaction value derived by multiplying $16,605,941 (number of shares of common stock of subject company outstanding as of May 27, 2003 (according to the Agreement and plan of Merger, dated June 1,2003, by and among subject company, J.D. Edwards & Company and Jersey Acquisition Corporation filed with the J.D. Edwards & Company Form 8-K filed on June 3, 2003, with the Securities and Exchange Commission) by $16.00 (the purchase price per share offered by Offeror).

** The amount of the filing fee, calculated in accordance with Rule 0-11 of the Securities and Exchange Act of 1934, as amended, and Fee Advisory #11 for Fiscal Year 2003 issued by the Securities and Exchange Commission on February 21, 2003, equals 0.008090% of the transaction valuation.

☐ Check box if any part of the fee is offset as provided by Rule 0-11 (a)(2) and identify the filing with which the offsetting fee was previously paid. Identify the previous filing by registration statement number, or the Form or Schedule and the date of its filing.

Amount Previously Paid:	Not applicable.	Filing Party:	Not applicable.
Form or Registration No.:	Not applicable.	Date Filed:	Not applicable.

file://\\Amy\Economatrix%20Folder\Employee%20Folders\Current%20Employees\Iris\Schedule%20T 11/30/2005

图 3—2 甲骨文公司要约收购仁科公司递交的 TO 表

资料来源：www. sec. gov/edgar. shtml。

TO 表要求提供的信息

TO 表要求披露以下信息：

- 第一，条款清单概述——用英语简写；
- 第二，目标公司的名称、所涉及的证券级别，以及购买这些证券之前的任何迹象；
- 第三，填报人（可以是公司或合伙人）的身份和背景；
- 第四，交易条款——包括出价购买的股票数量、到期日、提出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和撤回要约的程序、支付方式和税收后果；

- 第五，过去已发生的与目标公司的接触、协商或交易的描述；
- 第六，交易的目的；
- 第七，用来完成交易的资金来源；
- 第八，收购方已经拥有的股票数量；
- 第九，收购方为交易聘请的人员和机构的身份；
- 第十，出价方的财务报表（近两年）；
- 第十一，可能对目标公司股东产生重大影响的收购方与其管理层之间的任何协议；
- 第十二，收购方向目标公司股东作的任何推荐；
- 第十三，如果是私有化交易，要说明交易目的和理由，并提出已想到的替代方法；
- 第十四，对私有化交易，要评论它的公正性；
- 第十五，提供报告、观点和评价。

收购的开始时间

在竞争激烈的收购战中，股权收购的时间跨度非常重要。因此，何时开始股权收购至关重要。根据14(d)(2)规定，发生以下任一事件的当天上午的12:01为股权收购的开始时间。

- 发布股权收购公告；
- 刊出股权收购广告（如通过《华尔街日报》刊出广告）；
- 向目标公司递交股权收购材料；

在公布股权收购后，收购方可以在5个工作日内发送股权收购材料。

目标公司的信息披露要求

最初威廉姆斯法只要求收购方提供信息披露报告，1980年，该法案修订后要求目标公司也要遵守信息披露规定。现在目标公司必须在股权收购开始的10天内，通过提交14D—9表（见图3—3）对股权收购作出回应，指明它是接受还是拒绝收购方的提议。如果目标公司坚持不对收购发表任何意见，它必须说明这种行为的理由。除了向美国证券交易委员会提交14D—9表外，目标公司还要向交易其股票的每一家交易所送交14D—9表副本。如果目标公司的股票在场外交易市场交易，也要送一份14D—9表副本给全美证券交易商协会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION
Washington, DC 20549

Schedule 14D-9

SOLICITATION/RECOMMENDATION STATEMENT
PURSUANT TO SECTION 14(d)(4) OF THE
SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934

PeopleSoft, Inc.
(Name of Subject Company)

Peoplesoft, Inc.
(Name of Person Filing Statement)

Common stock, Par Value $0.01 Per Share
(Title of Class of Securities)

712713106
(CUSIP Number of Class of Securities)

Craig Conway
President and Chief Executive Officer
PeopleSoft, Inc.
4460 Hacienda Drive, Pleasanton, California 94588-8618
(925) 225-3000

(Name, Address and Telephone Number of Person Authorized to Receive
Notice and Communications on Behalf of the person Filing Statement)

Copies To:

Douglas D. Smith, Esq.
Gibson, Dunn & Crutcher LLP
One Montgomery Street
San Francisco, California 94104
(415) 393-8200

☐ Check the box if the filing relates solely to preliminary communications made before the commencement of a tender offer

file://\\Army\Economatrix%20Folder\Employee%20Folders\Current%20Employees\Iris\PeopleSoft,%20... 11/30/2005

图 3—3 14D—9 表

资料来源：www. sec. gov/edgar. shtml。

威廉姆斯法的时间跨度

最短要约期

根据威廉姆斯法的规定，股权收购的开放时间不得少于 20 个工作日。在开放期间收购方必须接受所有的受约股票。不过，可能要到要约期的最后一天，收购方才会实际买入股票。规定最短要约期是为了保证股东有充分的时间考虑自己的决定，不至于因担心失去要约而匆忙出售他们的股票。在最短要约期内，股东可以考虑这个要约，并且与其他要约进行比较。如果收购方认为有更好的机会得到它所需要的股票，它可以将要约期延长到 20 天以上。除非收购方没有获得它在收购条款中规定的股票数量，否则它必须按照要约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



AMERICAN HOME PRODUCTS CORPORATION

FIVE GIRALDA FARMS,MADISON, NEW JERSEY 07940, (201) 660-5000

EXECUTIVE OFFICES

FOR IMMDIATE RELEASE:

Investor Contact:
John R. Considine
(201) 660-6429

Media Contact:
Louis V. Cafiero
(201) 660-5013

AMERICAN HOME PRODUCTS TO COMMENCE CASH TENDER OFFER FOR AMERICAN CYANAMID AT $95 PER SHARE

Madison, N.J., August 9, 1994 -- American Home Products Corporation (NYSE:AHP) announced today that its Board of Directors has formally approved the Company's previously announced offer to purchase American Cyanamid Company for $95 per share in cash. In furtherance of this offer, the Board authorized the commencement of a cash tender offor for all of the outstanding stock of American Cyanamid at that price, subject to customary conditions for an offer of this nature.

John R. Stafford, Chairman, President and Chief Executive Officer of American Home Products, stated that "although we are starting our tender offer, we are confident that American Cyanamid's Board of Directors will recognize the inherent value of our offer to their stockholders, and we hope they will quickly accept our invitation to begin meaningful discussions for a negotiated transaction."

American Home Products also announced that it was commencing litigation designed to eliminate the applicability to its offer of certain of American Cyanamid's anti-takeover and other defensive provisions. In addition, American Home Products stated that it intends to solicit other American Cyanamid stockholders to join it in calling for a special stockholders meeting to act on matters relating to the American Home Products offer.

#####

图 3—4　美国家庭用品公司的新闻发布

价格购买所有受约的股票（至少按照预定的比例）。但是，即使收购方没有获得规定的股票数量，它仍然可以选择买入受约股票。

股权收购要约可以规定一些免除条款（escape clause）。例如，当存在反托拉斯问题时，股权收购能否实施就取决于监管机构的批准。因此，要约可能会指明，如果美国司法部或联邦贸易委员会反对这次并购，那么收购方就不会购买股票。仅仅是监管当局的调查也可能会使收购方拒绝购买受约的股票。例如，2006 年美国爱克斯龙电力公司（Exelon）和它的目标公司 PSE & G 就解除了它们 120 亿美元的并购协议。当对重大资产出售的监管足以影响合并中的公司的价值时，两家公司都有权解除交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

撤回权

为了增强股东撤回预售股票的权利，威廉姆斯法经过很多次修订。1986年，美国证券交易委员会制定了14d—7法规，允许股东在要约的有效期内可以随时撤回他们的股票。该法规的目的是使股东有足够的时间来评估要约，或者在有多个要约的情况下评估所有要约。

按比例接受原则

在许多情况下，股权收购会收到过多的股票。例如，购买目标公司51%的股票的要约可能会收到80%的流通股。如果对于一个购买51%的流通股的要约在首个十日内收到了80%的股票，那么每股大约只有5/8的概率能被接受。如果在发出要约的第十个工作日后，又有10%的股票递交，那么除非收购公司决定接受比原来设定的51%更多的股票，否则这些股票将不会被接受。

股权收购的定义

威廉姆斯法有意使用模糊的语言定义股权收购。毫无疑问，这种模糊语言引起了许多诉讼案件的发生，因为股权收购参与者通常选择最有利于他们进行股权收购的定义。在肯尼科特铜业公司诉柯蒂斯-怀特公司（Kennecott Copper Corporation v. Curtiss-Wright Corporation）一案中，法庭判决没有设定最后期限和提供溢价的公开市场购买不构成股权收购行为。[①] 但是，在韦尔曼诉迪金森（Wellman v. Dickinson）一案中，法庭提出了八因素判定法(Eight Factor Test)。[②]

下面列出了这些因素的具体内容，我们将在第6章中详细讨论这些内容。

1. 积极广泛劝诱股东以获得发行公司的股份。
2. 劝诱以获得发行公司的大部分股票。
3. 在现行市场价格之上增加溢价提出收购要约。
4. 要约条件固定而不是可以协商的。
5. 要约是否有效取决于能否收到预先设定的股票数量，并且可能会指明最多接受的股票数量。
6. 要约仅在有限的时间内有效。
7. 受约者受到卖出股票的压力。
8. 在迅速积累股票之前或同时公开宣布购买计划。[③]

---

① *Kennecott Copper Corp. v. Curtiss-Wright Corp.*，584F. 2d 1195（CA2 1978）.

② *Wellman v. Dickinson*，475 F. Supp.（SD NY 1979），*aff'd* 632 F. 2d 355（CA2 1982），*cert. denied*，460 U. S. 1069（1983）.

③ 韦尔曼诉迪金森判决后增加了最后一个因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在汉森信托公司诉 SCM 公司（Hanson Trust PLC v. SCM Corp.）一案中，第二巡回审判庭认定了决定收购方的某些行为是否构成股权收购的韦尔曼因素。[①] 不过，该法庭仅仅将这些因素作为"石蕊测试"（litmus test），它更关注如果在没有遵守正式的股权收购程序的情况下，受约者是否处于信息弱势。其他法庭则进行了更多的基本测试。在 S－G 证券公司诉富卡投资公司（S-G Securities v. Fuqua Investment Co.）一案中，法庭总结了如下的股权收购判断标准[②]：

- 收购方公开宣布购买目标公司大量股份的目的是取得该公司的控制权。
- 收购方通过公开市场购买或私下协商购买取得了目标公司的大量股票。

案例研究

太阳石油公司诉贝克顿迪金森公司

贝克顿迪金森公司（Becton Dickinson Corporation）是位于新泽西州伯根郡的一家医疗产品公司。在 1973 年以前，它一直由小费尔利·S·迪金森（Fairleigh S. Dickinson Jr.）经营。小费尔利·S·迪金森是公司创始人费尔利·迪金森爵士（Fairleigh Dickinson Sr.）的儿子，后者也是费尔利·迪金森大学的创始人。小费尔利·S·迪金森将公司的日常管理转交给由韦斯利·豪（Wesley Howe）和马文·阿什（Marvin Ashe）领导的管理团队。随着时间推移，小费尔利·S·迪金森与豪和阿什之间产生了分歧。例如，他们对某些人事决策的意见不同，对其他战略决策，如是否收购位于波士顿的国家医疗保健公司（National Medical Care）也产生了冲突。小费尔利·S·迪金森反对这个收购计划，因为为收购而发行的股票将会稀释他持有的股权，降低他的所有权比例。冲突的最终结果是召开了董事会会议，在这个会议上，阿什和豪号召免除小费尔利·S·迪金森的董事会主席职务。

当贝克顿迪金森公司正在为内部矛盾焦头烂额的时候，位于费城的太阳石油公司（Sun Oil，Inc.）正在推行一项扩张计划，以帮助他们经营石油行业外的多元化业务。太阳石油公司和它的投资银行所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）希望找到合适的非石油行业的目标公司。鉴于贝克顿公司在行业中的地位，他们认为该公司是一家很具吸引力的收购目标。同时作为太阳石油公司和贝克顿迪金森公司的投资银行，所罗门兄弟公司非常容易地使双方达成了一项协议，这项协议规定小费尔利·迪金森在适当的时候向太阳石油公司销售其持有的贝克顿迪金森公司的 5%的股票。

太阳石油公司得到了 33 个金融机构帮助其购买贝克顿迪金森公司 20%的流通股的承诺。某一天，太阳石油公司发出快信让这些金融机构开始购买贝克顿迪金

① *Hanson Trust PLC v. SCM Corp.*，744 F. 2d 47（2d Cir. 1985）.
② *S-G Securities，Inc. v. Fuqua Investment Co.*，466 F Supp. 1114（D. Mass. 1978）.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

森公司的股票。之后，太阳石油公司向纽约证券交易所和贝克顿迪金森公司通知了它的收购行动，它没有递交 14D—1 表，但是提交了 13D 表。

在后来发生的诉讼案中，法庭判决这种股票购买方式不构成股权收购行为。与此同时，法庭建立了现在所称的八因素判定法。法庭判决太阳石油公司违反了威廉姆斯法，因为它在与小费尔利·迪金森达成购买其 5%股权的协议时没有提交 13D 表。

股东收到的材料

股东收到一份“收购要约书”和一份“附函”。收购要约书规定收购的条款，其中最主要的条款是收购者准备购买的股票数量、购买价格和要约的有效期。收购要约书有很多页（比如 30 页），包括股东需要考虑的许多额外信息，例如撤回权、关于税收问题的讨论，以及关于要约条款的更多细节问题。

提交股票的方法

股东一般通过商业银行或信托公司等中介机构提交股票，这些中介机构被称为支付代理人。如果股东希望参与股权收购计划，他们可以将自己拥有的股票交给支付代理机构以交换要约条款规定的现金或证券。交付股票时还必须附有一份股票转让传达书。

代理机构收集股票后，要等到要约期满才会向股东支付。如果要约期延长，除非股东另有指示，否则代理机构将持有股票直到新要约到期。收购方可能会延长现有的要约期，事实上，由于收购方要获得足够的股票以确保其获得对目标公司的控制权，多次延长要约期就是一种非常普遍的做法。如果收购方决定延长要约期，它必须在要约到期日的第二个工作日上午九点之前宣布这个决定。同时它还必须披露已经收购的股票数量。前面曾经指出，股东也有权在要约期的任一天内撤回他们已提交的股票。最初回应要约提交股票的事实并不能够限制股东改变主意，或在撤回这些股票后将它们提交给其他的收购公司。

股权收购的改变

当股权收购条款发生重大变更时，威廉姆斯法允许修订要约有效期。要约有效期的延长时间取决于变更的重要性。这种情况下的要约通常被认为是一份新要约。新要约确保股东有 20 天的考虑期限。提高要约价格可以被认为是重大变更事项。当变更内容不太重要时就形成修正要约，修正要约的有效期最短为 10 天。收购方增加股票购买数量可以被视作是修正要约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最优价格原则和其他相关规定

根据 14(d)(7)节的规定，如果收购方增加要约的对价，它必须向所有以较低价格提交了股票的股东增加对价。规定本节的目的是确保所有受约股东享有公平待遇，而不论他们在要约期的何时提交股票。根据美国证券交易委员会 14d—10 法规，收购方可以提供多种类型的对价。不过，在这种情况下，出售股票的股东有权选择他们希望得到的对价类型。

收购方采取股权收购以外的方法购买股票

根据 10b—13 法规，收购方采取股权收购以外的方式购买目标公司的股票时，购买条件不得与要约条款不同。但是，如果美国证券交易委员会认为这种购买方式不是被操纵的或带有欺骗性的，就可以免除这项限制。不过，只有在股权收购结束或者撤销时才能使用其他购买方式。

要约完成后的支付

法律规定提交的股票要么在要约终止之后立即支付，要么退还给股东。这种立即支付的规定可能与其他监管要求相冲突，如哈特-斯科特-罗迪诺法(Hart-Scott-Rodino Act)。如果在威廉姆斯法规定的要约期结束后，仍需要获得其他监管法规的批准，收购方可以推迟支付。

少量股权收购

少量股权收购是指购买目标公司不到 5%的流通股份。这类要约受到的监管要少一些，它们不需要进行较大股权收购要约必需的信息披露。接受这类要约的投资者需要知道，他们提交的股票不必遵守按比例接受原则，并且没有撤回权。这类要约可能不提供溢价，甚至有可能低于市场价格。因此，投资者需要谨慎对待这类要约。

股权收购成功后获得控制权

通常情况下，在股权收购成功后，目标公司和收购公司就会同意由收购方选出董事会的大部分成员。这种做法使得收购方在不需要召开股东大会的情况下就获得了董事会的控制权。不过，如果存在限制收购方任命董事会成员的反收购策略，这一过程就会变得复杂得多。如果没有这种限制，董事会成员变更就可以顺利地进行。如果目标公司同意变更董事会的控制权，它必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须向美国证券交易委员会和股东通报新董事的相关信息，这类似于披露选举大会中的董事会候选人信息。

目标公司的退市

在目标公司与购买公司合并之后，购买公司/目标公司可能会申请将目标公司的股票从它所交易的交易所中退出。这需要向美国证券交易委员会提交一份申请表并获得它的批准。

股权收购的竞价

在收购战争中，最初的股权收购计划经常会招来其他收购方的竞争性出价。由于法律制定的目的是要给股东时间仔细考虑所有的相关备选方案，因此，当出现竞价收购时，股东可以要求延长要约有效期。威廉姆斯法规定，在出现了新的股权收购要约的情况下，目标公司股东必须有至少 10 个工作日的考虑时间。事实上，10 天的考虑时间可能会延长原有的要约期。例如，假设第一个要约开始 16 天后，一个新的收购方向目标公司发出了一份要约。这时，目标公司股东就得有至少 10 天的时间来重新考虑原有的要约，结果是原有的要约有效期延长了 6 天，或者说原有的要约期变成了 26 天。但是，如果新要约发生在前一个要约提出后的第 4 天，那么原有的要约有效期就不会发生变化。

美国股权收购法规在非美国公司收购中的应用

当美国公司购买外国公司的股票时，如果目标公司的股票按照证券交易法在美国境内注册，那么也要遵守美国的股权收购法规。但是，如果外国公司的美国股东持有的流通股数不到其总数的 10%，就可以不遵守该规定。

美国其他与收购相关的具体法规

美国还有一些针对特定收购行为的其他法规。例如，公共事业行业通过了《1935 年公共事业控股公司法》，对公共事业企业并购活动的地理范围实施限制。该法由美国证券交易委员会监督执行，同时也限制非能源企业对公共事业行业的投资。不过，现在能源政策法放开了这些过时的规定，并成立了联邦能源监管委员会，在监督公共事业企业交易中发挥了重要作用。

美国总统能够阻止那些被认为将对全国证券交易产生威胁的收购行为。这类交易活动由美国外国投资委员会（CFIUS）负责监管，美国外国投资委

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员会是一个由12个成员组成的跨部门专家小组，包括州秘书、国防部长、财政部长和商务部长等在内，负责向总统提出建议。由于他们不对所有的交易进行检查，因此，大部分的交易商及其顾问在认为交易可能存在证券问题时，会主动与该委员会接触，以免事后被终止交易。可能存在的美国外国投资委员会的反对是影响某些交易完成的主要原因，如2005年8月中国的中海油公司终止了其以185亿美元全部现金收购加州联合石油公司（Unocal），以及2006年迪拜港口世界公司修改了其以68亿美元收购英国的半岛东方蒸汽航海公司的方案，后者经营了6个美国主要港口企业。

股票交易规则

各家股票交易所都制定了相关规则，这些规则会影响收购、反收购措施和代理权竞争等与公司控制权相关的交易。美国最著名的交易所是纽约证券交易所，在该交易所上市的公司每年需缴3亿美元的管理费。为了提高交易的完整性，纽约证券交易所制定了一些规则，例如，必须在经过股东同意的情况下，上市公司才可以发行20%及以上的流通股股票。同样对于引起公司控制权变化的股票销售行为，也需要获得原有股东的同意。在制定交易规则的同时，交易所力图做到不偏不倚，既要吸引可能到其他交易所如纳斯达克市场（NASDAQ）的公司到本交易所上市，又要维持市场交易的完整性。

对征求代理人的监管

州公司法要求上市公司每年召开股东大会。为了达到法定人数，上市公司一般会从股东中征求代理人。购买方为了收购某一家公司，也会从股东中征求代理人。证券交易法的14（a）节专门监管这种征求行为。作为监管内容的一部分，征求者必须提交代理人委托书和14A表，这些文件同时也需要送交给股东。根据法规14a—6，代理材料需要在其被使用之前的10天内提交给美国证券交易委员会。对于一些争议较少的事件，如年度股东大会，可以免交这些材料。但是，在任何情况下，材料在使用之前都必须先提交上去。考虑到股东在提出自己的代理计划时需要支付昂贵的邮寄成本，因此法律规定，发行人必须提供一份支持性公告（大约500字），该公告包含在管理层代理建议中。这类股东代理计划一般只有很少一部分能够获得成功。

监管收购的国际证券法

本节我们将讨论美国之外其他各国与收购相关的法律。对这些法律的深入讨论不在本书的范围之内。但是，讨论部分法律可以让读者了解它们的种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类，以及它们与美国收购法规相关条款的类似程度。

欧 洲

英国

英国的并购监管采取一种以公司和证券业自律的形式。这种监管体系的基础是《并购守则》，该守则由一系列与并购相关的标准和规定构成，由并购委员会实施。并购委员会由英格兰银行成员、伦敦证券交易所成员和其他享有盛名的金融人士组成，其主要职责是确保"公平游戏场"的存在，也就是说，所有投资者都有同等机会获得与收购要约相关的信息。委员会也试图阻止目标公司在没有取得原股东同意之前就采取反收购措施的行为。下面是英国守则中一些比较重要的条款：

- 投资者在获得一家公司 30%或者更多的股票后，必须以所购买股票的最高价格购买该公司的剩余股票。
- 对目标公司进行明确的部分收购必须获得目标公司和委员会的批准。
- 反收购措施，例如绝大多数条款或者向善意第三方提供的期权，必须获得目标公司股东的批准。

英国监管体系的特殊性在于，公司遵守守则是出于自愿的原则。并购委员会实施的监管并不由法律规定。不过，它的监管最有影响力，并且被普遍接受。如果委员会发现某公司在收购过程中违反或没有遵守守则，它会将此报告给英国主要的金融监管机构——英国金融服务局（FSA），对于反竞争性的并购行为则会被报告给英国竞争委员会。

按照英国公司法，买入目标公司 3%或以上股票的购买者必须在获得这些股份后的两天内通知目标公司。该国的股份收购准则的 2.5 条规定，收购方要公开宣布发出要约。在敌意收购的情况下，目标公司必须在收到要约后的 14 天内作出回应，表明自己的立场。[1]

欧盟

欧盟委员会试图为包括英国在内的所有欧洲国家建立一套法规，而不是由每个可能发生跨境交易的国家单独建立法规。这一设立准则已经讨论了 20 年之久。在经过 15 年的争议之后，一份关于并购交易指令的协议终于达成，并于 2006 年 5 月开始生效，到时所有欧盟成员国都必须在本国法律上实施该指令。最初的并购指令中包括许多关于股东权利的规定，但为了让本国企

① Charles Mayo, "UK: England and Wales," in *Mergers and Acquisitions*: *2005/06* (London: Practical Law Company, 2005/06).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业拥有更多的能力来反对来自其他国家，甚至是欧盟成员国企业的敌意收购，各国普遍稀释了这些权利。目前反对实施共同法规的国家主要是德国和瑞典。

为了保护少数股东的权利，指令要求，收购方在购买了目标公司一定数量的股票后，必须发出强制收购剩余股票的要约。这些收购必须按照相同的价格进行，并且需将与要约和收购方相关的信息材料递交给股东。目标公司的股东必须拥有至少两周时间对该收购进行评价。指令还规定，限制使用毒丸方案和有多重选举权的股票来反对敌意收购。不过，成员国可以选择不采用那些不符合他们利益的规定，而是以本国法规取代它。在特定条件下，各国法律仍然适用。

法国

法国由法国金融市场管理局监管收购行为，通过诸如银行类的金融代理机构行事的收购方必须向该局披露信息。信息披露表必须在收购股份达到规定标准后的 5 个工作日内提交，要求披露信息的持股标准由最初的 5%逐渐提高到流通股的 2/3。[①] 购买超过规定数量股票的收购方必须每日披露持股数量。法国规定收购本国公司的要约有效期不少于 25 个工作日，但不能超过 35 天。

德国

一般来说，德国更倾向于支持管理层，并且采取更多的反收购措施。这部分是由于英国沃达丰公司收购德国曼内斯曼公司带来的冲击所引起。收购行为受到包括收购法在内的几部法律监管，并由联邦金融服务监督办公室负责监督执行。在德国，如果收购方购买的股票超过法律规定的数量，就需要向整个公司发出强制性股权收购要约。要约必须在规定的全国性报纸上公布，并且至少在 28 天内保持公开，但公开期不能超过 60 天。目标公司在收到要约后的两周内应作出回应。在德国，由于许多年来建成的包括由银行控股的大型控股公司倾向于支持管理层，敌意收购现象并不普遍。

爱尔兰

在爱尔兰，收购活动由《1997 年收购专家组法》（Takeover Panel Act of 1997）管理，该法案同时建立了收购专家组负责监督收购行为。[②] 购买 5%或更多股票需要进行信息披露。购买目标公司 1%或更多股票也要进行信息披露。在爱尔兰，最短要约期为 21 天。敌意收购中目标公司必须在 14 天内作出回应。

---

① Pierre Servan-Schreiber, Armand W. Grumberg, and Arash Attar, "France," in *Mergers and Acquisitions: 2005/06* (London: Practical Law Company, 2005/06).

② John Given and Cian McCourt, "Ireland," in *Mergers and Acquisitions: 2005/06* (London: Practical Law Company, 2005/06).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新西兰

在新西兰，收购行为必须按照由金融市场局负责实施的《证券法》（Securities Act）规定进行。收购行为导致的持股数量在达到5%及以后各种规定标准后要进行信息披露。收购要约必须至少在20天内保持公开，但是实际上法律规定要约有效期为23天。[①] 对于敌意收购，在召开股东大会进行表决之前的4天内，目标公司的董事会必须表明自己的立场。

西班牙

西班牙和法国一样，普遍存在敌意收购。收购方在购买了目标公司5%或更多股票后必须通知全国证券市场委员会（National Securities Market Commission）。然后全国证券市场委员会就会暂停目标公司股票的交易。收购方必须在发出要约后的5天内就此项收购正式对外发出公告，例如在至少两家全国性报纸和委员会的官方报纸上刊登公告。[②] 要约的有效期可以长达4个月之久。

俄罗斯的股权收购法规

在2006年年中，俄罗斯采取了一种内容宽泛的收购改革法。它既适用于少数卖出期权，也适用于少数股权挤出（squeeze out）。法律要求购买的股票数量在达到30%、50%或70%后要进行强制性股权收购。该法也要求收购方需要获得反垄断批准后才能完成对目标公司100%的股票收购。在强制性股权收购中，最低收购价格不能低于要约发出前的6个月内的股票交易价格。如果采取的是证券收购方式，原股东有权要求只接受现金收购。收购要约必须提交给俄罗斯金融市场联邦服务局。

加拿大

加拿大的证券监管比较分散，各省和地区都有自己的证券委员会。13个证券委员会中最重要的是安大略省证券委员会（Ontario Securities Commission）。《安大略省证券法》（Ontario Securities Act）对收购监管的规定与威廉姆斯法相似。收购20%或更多的某类证券要受到管制。最短要约期在加拿大被称为最短存放期（minimum deposit period），为35个工作日。股东拥有撤

---

① Maarten Muller and Johan Kleyn, "The Netherlands," in *Mergers and Acquisitions: 2005/06* (London: Practical Law Company, 2005/06).

② Francisco Pena and Fernando de las Cuevas, "Spain" in *Mergers and Acquisitions: 2005/06* (London: Practical Law Company, 2005/06).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回权，出价期可以被延长，过度受约的收购可以按等比例接收原则完成，不过每次收购都与一些具体的条件相关。和美国及其他许多国家一样，加拿大也规定，如果政府认为某项规模超过 2.5 亿美元的交易会威胁到全国证券业，政府可以干预并且终止该项交易。

亚 洲

在第 1 章和第 2 章中我们曾提到，许多亚洲市场并购活动迅速发展。由于这些市场一直处于改革过程中，与并购相关的法律也在不断地发生变化。

日本

近年来日本的并购市场发生了巨大的变化，与此同时也发生了一些大的收购战。三菱东京金融集团（Mitsubishi Tokyo Financial Group）、日联控股（UFJ）和住友商事（Sumitomo）之间的收购战就是其中之一。日本法庭进行了和特拉华州很多法庭相似的判决。为了应付日益增加的并购压力，日本公司采取了包括毒丸计划在内的各种反收购措施。

日本的股权收购行为受证券交易法监管，要约必须在 20 天内保持公开，但有效期不能超过 60 天。2006 年 5 月日本可能实施新公司法。在 2005 年 5 月，经济部、贸易部、工业部和司法部就联合制定了反收购措施的使用指南。使用指南虽然不具有法律效力，但是希望各家公司都能够遵守。指南建议，某种防御措施一旦被使用就应该披露信息，防御措施的使用应该有助于提高股东价值。指南也指出，应该根据股东价值受到的威胁程度采取相应的防御措施。

韩国

韩国的商业法规中包括很多类与企业监管相关的法律，既有管理企业合并的法规，也有收购管理规定，还有其他一些控制股票交易的规定。根据韩国证券交易法，如果某公司股东的持股数达到该公司总流通股的 5%，他应该在随后的 5 个工作日内向该国金融监督委员会报告。如果再多购买 1%或更多的股票还要再次提交报告。股东在获得这些股票后，要经过 5 天的“冷静期”（cooling-off period）后才能拥有与该股票相对应的选举权。由于发生了迪拜主权资产管理公司（Sovereign Asset Management Ltd.）试图免除韩国炼油厂 SK 公司董事会主席一案，韩国修改了相关法律，现在要求持有 5%或更多公司股票的股东在意图变更管理层时，要披露他们的目的。

韩国证券交易法规定，进行股权收购前必须提交股权收购报告。该法还规定，从提交报告后到要约生效前要有 3 天的等候期，不过最近已经取消了对等候期的规定。对于外部要约和公司内部提出的要约都同等地适用于股权收购法。违反这些法律的行为要同时受到行政处罚和刑事处罚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多韩国公司受到法律保护，允许它们在董事会成员可能发生变化前使用大型金色保护伞和要求获得 2/3 的股东同意。

中国大陆

随着 20 世纪 50 年代中国计划经济的实行，股份公司也随之消失了。80 年代中国开始了渐近推行市场经济的缓慢过程。1990 年上海证券交易所成立，之后所有股票交易都在该交易所内进行，后来又建立了另一家证券交易所。1993 年中国建立了过渡期的交易规则，该规则后来被 1999 年 7 月正式生效的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）所取代。《证券法》允许上市公司通过双方协议或股票购买来实现并购。

《证券法》规定，凡是持有上市公司 5%或更多股票的股东要在达到这一规定后的 3 天内，向中国证券监督管理委员会、股票挂牌交易所和发行公司披露持股情况。一旦持股数达到上市公司流通股的 30%，除非该股东收购整个公司，否则不得购买更多的股票。

中国台湾

中国台湾颁布了《上市公司股权收购法》管理收购行为。《股权收购法》从 1995 年开始正式生效，但是部分由于很多公司被大家族控股公司控制，股权收购交易很少发生，股权收购法中的相关规定也很少发挥作用。修订后的法规在 2005 年开始生效。该法规定收购方在正式发起要约前要对外公告。在股权收购过程中要进行更详细的信息披露。根据先前的规定，目标公司股东在整个要约期内都可以撤回股票，但是，如果在要约期内达到了要约条件，这些撤回权可能会受到限制。

印度

印度的收购行为受公司法庭和公司事务部管理。对于上市公司，交易行为则由印度证券交易董事会监管。[①] 印度拥有专门监管收购行为的《收购法规》。该法规要求收购方的投资银行就要约内容对外发出公告。公告中包括许多国家要求披露的典型内容。要约至少在 20 天内保持公开。在印度，公司发展了一些在美国已经出现的各种收购策略，如毒丸计划和绿票讹诈。

澳大利亚

1961 年澳大利亚通过了《统一公司法》对收购行为进行管理。自那以后，《统一公司法》经过了多次修改，并随着公司法经济改革方案（CLERP）的建立达到顶峰。2000 年 3 月，公司法经济改革方案开始生效，并对原来的公司

① Shardul Shroff, "India," in *Mergers and Acquisitions*: *2005/06* (London: Practical Law Company, 2005/06).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法进行了修订。这项方案解除了法庭处理收购期间发生的争端的责任，使公司和证券专家组成为负责处理这一期间发生的各种并购争端的唯一实体。方案规定，如果收购方购买了目标公司75%的流通股，那么它必须强制收购目标公司的剩余股票。试图获得目标公司20%或更多股票的收购行为也可以存在，但随后必须全部收购目标公司的剩余股票。方案也规定了与收购相关的信息披露规则及补充内容，要求购买股票数达到或超过5%时要及时披露信息。收购要约保持公开的时间至少为一个月，但不能超过一年。除此之外，方案还限制了某些反收购措施的使用，如严禁使用绿票讹诈等一些反收购措施。

商业判断原则

商业判断原则（business judgment rule）是用于判断公司董事在公司被收购过程中是否正确履行代理责任的标准。该标准假定董事的行为与其对股东的代理责任相一致。这样，质疑这一假定的任一方必须证明董事们违反了代理责任。某些法庭判决已经指出了在反收购防御过程中董事们应该如何行动的某些问题。在这些判决的基础上形成了如露华浓原则（Revlon duties）和加州联合石油公司标准（Unocal standard）这类标准。

加州联合石油公司标准

在加州联合石油公司诉梅萨石油公司（Unocal v. Mesa Petroleum）一案中，特拉华州最高法院重新审查了加州联合石油公司董事会采取的反收购措施，这项措施是用来击垮梅萨石油公司富有传奇色彩的首席执行官T·布恩·皮肯斯（T. Boone Pickens）领导的敌意股权收购。[①] 它包括一个自我股权收购行为，即目标公司为了与出价方提出的要约竞争而对自己实施收购。在判决前，法庭注意到董事们可能会采取对自己有利的行动，如在本案中，加州联合石油公司董事的申述表明，他们偏好自我收购，而不是只客观地为股东寻找最好的交易。在这种情况下，董事们必须证明他们有理由相信遵循股东利益最大化的公司政策是危险的。除此之外，他们也必须表明他们的行动正是为了实现股东利益最大化。后来法庭改进了加州联合石油公司标准以更好地描述双方的责任，具体包括：

1. 合理性测试。针对他们所持有的关于公司政策存在危险性的意见，董事会必须能够清楚证明他们的行为是合理的。

2. 一致性测试。董事会必须能够证明他们采取的反收购措施与他们意识

① *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到的公司政策的危险程度相一致。[1]

一旦符合加州联合石油公司标准，关于董事行为符合商业判断原则的一般假设就是成立的。

露华浓原则

在露华浓公司诉麦克安德鲁斯和福布斯控股公司（Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings）一案中，特拉华州最高法院规定了目标公司董事会在面对意在夺取公司控制权的收购时应承担的义务。[2] 在这个案件中，法庭判定某些对几个收购要约有所偏重的反收购措施是非法的。在第 5 章的锁定期权（lockup option）部分，我们将进一步讨论这个案例。法院认为公司董事应该促进竞价过程以使股东利益最大化，而锁定期权和一对一条款这些反收购措施妨碍而不是促进竞价过程。如果公司的出售或拆分已成定局，露华浓原则就开始生效。那时，董事们有责任使公司股东利益最大化。也就是说，他们的行动重心不再是通常应当采取的维护公司及其战略的行为，而是使股东利益最大化的行为，如确保股东能够获得最高的要约价格。

在判定锁定期权和一对一条款为非法的同时，法院并没有继续指出在任何情况下使用这些措施都是非法的。如果使用偏向于某一购买方的防御措施，通过使某一购买方比另一购买方更具有竞争力来促进竞价过程，并且因此而使要约价格提高的话，该行为就可能符合露华浓原则对董事会的规定。但是，凡是妨碍竞价过程的反收购措施都是非法的。

美国州立反收购法

许多外国人都对美国法律体系中联邦法律和州立法律不时发生的冲突现象感到迷惑不解。事实上，在现行的联邦和州收购法下，遵守联邦法律的一些条款就很可能意味着要违反某些州立法律。联邦反收购法和它们对应的州立法律的划分界限是各自的侧重点不同，联邦法律倾向于指导证券监管、股权收购和反托拉斯问题，而州立法律更注重于管理公司的章程和规章制度。目前，美国国内存在许多互相矛盾的州立法律，其中很多法律是在一些公司发现自己成为潜在购买者的目标后向政府施加压力要求通过的。通常是某个地方性公司请求州立法机关通过一项反收购法或者修订现行的法律，以增加地方性公司被收购的难度。由于“外部狙击者”的收购意味着大量的失业，以及其他形式的

---

① *Moore Corp. v. Wallace Computer Services*, 907 F. Supp. 1545, 1556 (D. Del. 1995).

② *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173, CCH Fed. Sec. L. Rep. 92348 (Del. 1986).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

社区支持如地方性公司的慈善捐款减少，州立法机构承受着政治压力。

不同的州立法律体系并不是美国独有的现象。欧盟一直在努力建立一套共同的并购法规，但仅仅达成一套效力有限的法规。假定欧盟国家有权不采用新的欧盟并购法，然后使用它们各自不同的特殊的国家法，那么欧盟的情况在某些方面就和美国类似。

美国州立反收购法的起源

州立反收购法最早出现于 20 世纪 60 年代末期和 70 年代早期。这些法律通常要求在发起收购要约后提交相关的披露材料。“第一代”州立反收购法的问题是它们的应用对象为在该州只有少量业务的公司。这对出价公司来说似乎并不公平。因此这个阶段充满了对这些法律的质疑。

与反收购法相关的几个重要的法庭判决

一些法庭判决界定了被接受的和不被接受的州立反收购法的类型。这些在 20 世纪 80 年代记录的判决至今仍然有效。

埃德加公司诉麦特公司

1982 年，著名的埃德加公司诉麦特公司（Edgar v. MITE）一案成功地否决了第一代州立反收购法的合法性。[①] 在这次判决中，美国最高法院裁定伊利诺伊州的商业收购法无效。伊利诺伊州反收购法规定，如果收购方没有遵守伊利诺伊州法律对信息披露的要求，伊利诺伊州可以阻止全国性的以该州公司为目标的股权收购行为。对伊利诺伊州反收购法的否决引起其他制定了类似法律的州开始怀疑其法律的合法性，并且对相关法律进行了修改。各州仍然希望能够阻止那些不是最符合本州利益的收购，但是现在它们不得不采取另一种完全不同的方式，即“第二代”州立反收购法。与第一代州立法律相比，第二代州立反收购法的适用范围要小，倾向于仅适用于那些在本州注册或者在本州内进行大部分商业活动的公司。与第一代州立法律不同，第二代州立反收购法并不直接监管股权收购中的信息披露。相反，它更关注于公司的治理问题，而这一点传统上一直属于州立公司法的范围。

动力公司诉 CTS 公司

埃德加公司诉麦特公司一案的判决给第一代反收购法一记沉重的打击。很多反收购法的反对者攻击他们认为同样无效的第二代法律，这些行动导致

---

① *Edgar v. MITE Corporation*，102 S. Ct. 2629（1982）.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了1987年4月动力公司诉CTS公司（Dynamics v. CTS）一案的判决。① 在该案中，CTS公司运用印第安纳州的反收购法抵制动力公司的收购计划。动力公司对CTS运用的法律提出了质疑，并且声称它是非法的。在动力公司诉CTS公司一案中，最终美国最高法院裁决印第安纳州反收购法有效。印第安纳州反收购法允许股东投票表决收购了控股股份的购买方是否有权实施他的投票权。CTS一案的裁决表明最高法院承认了第二代反收购法的法律效力。从1987年4月对CTS的判决之后，许多州制定了反收购法。今天，美国的多数州还有类似的管理收购行为的法律。

阿曼达收购公司诉环球食品公司

1989年11月，美国最高法院拒绝审理针对威斯康星州反收购法的一项诉讼。② 法院不愿审理案件这一做法进一步支持了州立反收购法的法律地位。威斯康星州法律要求，购买了目标公司10%或更多股票的出价方必须获得目标公司其他股东的同意，或者在3年之后再完成并购。杠杆收购在第四次并购浪潮中十分普遍，3年的等候期使高杠杆收购将付出高昂的代价。

最高法院的判决起源于阿曼达收购公司（Amanda Acquisition Corporation）的法律诉讼。阿曼达收购公司是位于波士顿的高压电工程公司（High Voltage Engineering Corporation）的子公司，它认为威斯康星州的法律阻止了其对密尔沃基市环球食品公司（Universal Foods Corporation）实施的股权收购计划。环球食品公司董事们反对该项收购计划，运用了被称为“只是说不”的反收购措施。阿曼达收购公司指控威斯康星州法律干涉了州际商业往来，并且损害了股东利益。最高法院不同意该公司的指控，并且拒绝审理此案。最高法院在本案中的态度进一步支持了动力公司诉CTS公司的判决，后者在1987年判定了印第安纳州反收购法的合法性。

第二代州立反收购法的构成内容

大多数第二代州立反收购法包括以下部分或全部规定：

- 公平价格条款
- 商业合并条款
- 控股股份条款
- 兑现条款

公平价格条款

公平价格条款要求，成功的股权收购必须是以同等的价格收购所有股东

---

① *Dynamics Corporation of America v. CTS Corporation*, 637 F. Supp. 406 (N. D. Ill. 1986).

② *Amanda Acquisition Corp. v. Universal Foods Corp.*, 877 F. 2d 496 (7th Cir. 1989).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票，而不管该股东当初是否接受该要约。制定该条款的目的是为了防止二步要约收购中可能出现的弊端。在二步要约收购过程中，第一步要约的受约者会得到高的价格，而第二步要约的受约者只能得到较低的价格或者较为不利的条款（例如得到价值不确定的证券而不是现金）。

商业合并条款

该条款禁止目标公司和收购公司在某一段时期内签订商业协议。例如，商业合并条款可能禁止收购公司出售目标公司的资产。制定该条款的目的是为了防止敌意杠杆收购。如果收购公司为了获得收购所需资金而承担了大量的债务，那么它就可能需要依靠销售目标公司的资产来支付高额的债务利息。这种规定同时也是为了防止地方性公司由低风险的资本结构转变为高风险的杠杆公司。

控股股份条款

纽约市在 1985 年制定了第一部控股股份法令。控股股份条款规定，收购公司在购买目标公司股票之前必须获得目标公司现有股东的同意。该条款一般适用于购买数量超过目标公司流通股总数一定比例的股票购买。如果现行的股权结构包括持有大量股票的群体，并且这一群体十分支持管理层，如员工持股，那么该条款就会特别有效。

兑现条款

与公平价格条款相似，该条款也是为了限制股权收购行为。兑现条款通常要求收购方在购买了目标公司一定量的股票后，要以与原来购买股票时相同的条件购买目标公司剩余的所有流通股。这个规定限制了缺乏足够资金进行 100%股权收购的公司，也限制了杠杆收购行为，因为它使出价方不得不承担更高的债务及其利息。因此，该条款在一定程度上阻止了出价方的购买意图，因为出价方可能得不到进行 100%股权收购的资金，或者出价方认为公司的现金流不能偿还新增债务。

特拉华州反收购法

由于在特拉华州注册的公司数要远远高于其他任何一个州，因此该州的反收购法可能是所有州立反收购法中最重要的一部。包括通用汽车、埃克森美孚、沃尔玛（Wal-Mart）和杜邦公司在内，在特拉华州注册的公司一共有 308 492 家。在纽约证券交易所内上市的公司中有一半来自特拉华州，《财富》500 强企业中的 60%也是来自该州。

部分公司似乎明显偏好在特拉华州注册。通常认为产生这种偏好的原因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是特拉华州有完善的法律体系和成熟的法庭系统。[①] 特拉华州法庭系统聘请了学识丰富的法官对反对法律的公司诉讼案件进行裁决。

公司偏好特拉华州的另外一种解释是，除有八个州外，该州的注册费用比所有其他各州都要低（尽管特拉华州 15 万美元的费用对《财富》500 强公司来说可能并不重要）。但是以这种较小的费用差别来解释公司对特拉华州的偏好实在难以令人信服。[②] 还有一个令特拉华州颇受欢迎的原因是，在那里注册的公司及其股东不需要是该州的居民。另外，不在特拉华州从事经营的企业即使在该州注册也不需要交纳公司税。

特拉华州于 1988 年通过反收购法，但是其起源可以追溯到 1987 年 12 月 23 日，即卡尔 · 伊坎收购德士古公司 15%股权的前一天。那些寻求保护性立法的公司努力游说通过立法，他们威胁立法机构，如果不通过一项保护性立法，他们将会选择那些拥有反收购法的州重新注册公司。由于公司注册费用占特拉华州将近 20%的预算收入，这一事实使得这种威胁变得更加有力。[③] 特拉华州反收购法的生效日期的选择进一步证实了这种努力游说的力量。法律规定，购买了目标公司 15%以上股票的敌意出价方除非满足以下条件，否则在 3 年内不得完成收购计划：[④]

- 如果购买方购买了目标公司 85%或更多的股票。这里的 85%不包括董事们持有的股票或员工持股计划的股票。
- 如果 2/3 的股东同意该项收购计划。
- 如果董事会和股东决定放弃本法的反收购规定。

特拉华州反收购法主要是一部商业合并法，其目的是为了限制运用债务融资的收购行为。通过大量举债为收购计划融资的狙击者通常需要出售目标公司的资产或子公司来偿还债务。对于价值超过 10 亿美元的收购来说，这种还债需求尤为迫切，因为在 20 世纪 80 年代，这种债务每天需要支付的利息就高达 50 万美元。尽管特拉华州反收购法可以阻止某些债务融资型收购，但它对现金收购并不十分有效。另外，甚至价格十分诱人的债务融资型收购也可能会吸引股东放弃该法的反收购规定。

州立反收购法为什么会通过?

大多数州立反收购法获得了通过，这都是那些担心被收购的公司努力游

① Stephen J. Massey, "Chancellor Allen's Jurisprudence and the Theory of Corporate Law," *Delaware Journal of Corporate Law*, 683, 702 (79), 1992.

② Jill E. Fisch, "The Peculiar Role of the Delaware Court in the Competition for Corporate Charters," Fordham University Law School, Research Paper 00-02, May 2000.

③ Robert A. G. Monks and Well Morow, *Corporate Governance* (Cambridge, MA: Blackwell Business, 1995), p. 35.

④ Section 203 of the Delaware General Corporation Law.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说立法机关的结果。例如，宾夕法尼亚州反收购法的通过部分是出于阿姆斯壮世界工业公司（Armstrong World Industries）担心被加拿大的贝尔兹伯格（Belzberg）家族收购而做的努力，前者位于宾夕法尼亚州兰卡斯特市。哈考特·布雷斯·朱万诺维奇（Harcourt Brace Jovanovich）和吉列公司（Gillette）分别使佛罗里达州和马萨诸塞州通过了控股股份法令。伯林顿工业公司（Burlington Industries）促使北卡罗来纳州通过了反收购法，而戴顿-赫德森公司（Dayton-Hudson）和波音公司（Boeing）则分别是明尼苏达州和华盛顿州反收购法的推动者。可笑的是，一些地方公司太急于建立这样的法律以至于它们甚至为立法者起草法律条文。结果是由许多不同的州立法律拼凑成了美国的反收购法律体系。

州立反收购法的财富效应

在研究了 40 部 1982—1987 年间通过的州立反收购法后，卡尔波夫和马拉特斯塔（Karpoff and Malatesta）发现，在那些试图通过反收购法的各州注册的公司，其股票价格有很小但是统计意义显著的下降。[①] 他们甚至发现，在这些州拥有大量业务的公司其股票价格也有一定程度的下降。斯泽维斯基和赛塞柯斯（Szewczyk and Tsetsekos）发现，在宾夕法尼亚州考虑和通过反收购法期间，该州的公司损失了 40 亿美元。[②] 不过，需要牢记的是，这些影响只是一种短期的效果，它是这段时期内市场交易者对信息作出反应的结果。

各州的反托拉斯行动

本章后面部分将阐述联邦反托拉斯法。不过，在本节中我们将指出，许多州已经通过了自己的反托拉斯法，这些州立法律的用词通常与联邦法相似。除此之外，根据联邦法，各州有权向联邦法庭起诉，阻止它们认为具有反竞争影响的并购行为，即使这项交易没有受到司法部或联邦贸易委员会的质疑。在 1990 年 4 月美国高级法庭进行 9:0 的判决后，各州采取这种行动的能力得到了极大的提高。9:0 的判决是 1988 年 6 月加利福尼亚州反对美国百货公司（American Stores Company）以 25 亿美元收购幸运百货公司（Lucky Stores, Inc.）的结果，它由法官约翰·保罗·史蒂文斯（John Paul Stevens）作出，推翻了 1989 年美国联邦上诉法院第九巡回审判庭的判决——即根据克莱顿法，加利福尼亚州不得阻止幸运百货公司与美国百货公司的兼并。1989 年 8 月，加利福尼亚州向首席法官桑德拉·戴·奥康纳（Sandra Day O'Connor）成功

---

① Johnathan M. Karpoff and Paul Malatesta, "The Wealth Effects of Second Generation State Takeover Legislation," *Journal of Financial Economics*, 25 (2) December 1989, p. 291 - 322.

② S. H. Szewczyk and G. P. Tsetsekos, "State Intervention in the Market for Corporate Control: The Case of Pennsylvania Senate Bill 1310," *Journal of Financial Economics*, February 1992, 3 - 23.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

申请了暂缓执行第九巡回审判庭的判决命令，这就阻止了幸运百货公司和由美国百货公司控股的阿尔法贝塔公司（Alpha Beta）之间的并购计划，直到此案被最后判决，而这两家公司分别是该州最大的连锁超市和第四大连锁超市。加利福尼亚州认为，这项并购将使该州的消费者每年要多支出 4.4 亿美元用于购买食品杂货，这一点得到了美国高级法院的重视。① 在联邦政府决定为促进商业发展而放宽反托拉斯执法力度的时候，这个判决为各州以反托拉斯为理由积极展开反并购行动打开了大门。它也降低了反托拉斯行动对联邦政府执法机构的政治态度的敏感程度。

案例研究

时代-华纳-派拉蒙

1989 年 3 月，时代公司（Time，Inc.）和华纳通信公司（Warner Communications）达成一项并购协议，计划通过股票互换的方式完成交易，在交易实施之前，这项并购计划需要提交给双方股东批准。就在这个时候，派拉蒙传播公司（Paramount Communications，Inc.）出其不意地对时代公司实施敌意收购，提出了略高于时代-华纳最初协议中的内部评估价格的收购价格。时代公司作出回应，当即以现金方式收购华纳公司 51%的股票，之后再以证券作为对价进行再次收购。

派拉蒙公司提出诉讼，声称时代公司和华纳公司原来的并购协议意味着时代公司控制权发生改变已迫在眉睫，因此董事们应当履行露华浓原则规定的责任。但是，在派拉蒙传播公司诉时代公司一案中，法院驳回了派拉蒙关于时代公司控制权改变的申述。①时代公司和华纳公司都是上市公司，它们的股票被广泛持有。法庭对这个事实印象深刻，并基于这一推理，法庭判定时代公司与华纳公司之间的协议不是一家公司收购另一家公司的并购协议，而是一项战略性兼并协议。因此，露华浓原则并不适用，而应采取通常的商业判断原则标准。

这项判决的意义在于，两家公司间的战略性兼并公告并不是其中任何一家公司出售的信号。因此，如果存在竞标过程，董事们不必考虑其他要约。这意味着如果有不受欢迎的要约，在进行战略性兼并的过程中，董事们可以考虑使用反收购措施来避免敌意收购。

① *Paramount Communications*，*Inc. v. Time*，*Inc.*，571A. 2d 1140（Del. 1989).

对内幕交易的监管

美国证券交易委员会对内幕交易造成的股东损失规定了具体的赔偿措施。美国证券交易委员会 10b—5 法令对内部人作出了规定，该条例指出内部人必

① *California v. American Stores Co.*，697 F. Supp. 1125（C. D. Cal. 1988).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须"披露或者放弃"交易公司证券的活动。《1988年内幕交易和证券欺诈管理法》(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988) 加强了对内幕交易的管理。该法不仅规定了对内幕交易处以高达100万美元的最高罚金和最高10年的监禁，而且还建立了奖金计划，即告发者可以获得内部人所获收益的10%作为奖励。它同时确定了高层管理者可能要为其子公司的内幕交易负责。而在此之前的《1984年内幕交易制裁法》(Insider Trading Sanctions Act of 1984)，规定美国证券交易委员会有权对利用内部信息进行股票交易的行为处以3倍的罚金。内幕交易和证券欺诈管理法为监管者提供了两种选择：依据1984年的法律进行刑事诉讼，或者根据本法寻求民事赔偿。非法内幕交易的情况有多种，例如，内部人根据其他投资者无法获得的信息，在公司宣布业绩不良之前卖出该公司的股票。其他投资者对即将来临的坏消息毫不知情，就可能会以较高的价格购买该公司的股票。相反的情况则是，内部人在公司将被其他公司收购的消息宣布之前买进该公司的股票或看涨期权。如果股东知道公司即将被收购，由此股票价格将会上升并带来溢价，他们就不会将股票卖给内部人。

谁是内部人？

内部人的范围可以比较宽泛，并不限于公司管理层。他们可能还包括律师、投资银行家、财务信息印刷商或者咨询顾问这样一些外部人，这些人可以被视为"暂时的内部人"。但是，根据10b—5法令，美国最高法院判定，根据所获得的信息从交易中获利的外部团体不需要披露它们的内部信息。1980年基亚雷拉公司诉美国政府 (Chiarella v. United States) 一案就是这种情况，在该案中，一位财务信息印刷商在审查其印刷商店的文件中获得了即将进行的股权收购的信息。[①] 但是，如果个人盗窃与兼并或收购相关的机密信息，并以此作为交易的基础，那就触犯了10b—5法令的规定。10b—5法令仅仅适用于美国证券交易委员会的执法行动或刑事立案，并不适用于民事诉讼。根据《1984年内幕交易制裁法》，非法获得的利润或避免的损失将被处以3倍的罚款。

非法内幕交易的一个经典案例是著名的得克萨斯海湾硫磺公司 (Texas Gulf Sulphur) 一案。1963年，得克萨斯海湾硫磺公司发现了一些非常有价值的矿藏，但是，该公司在几个月之内都没有披露这个信息。事实上，公司在一个新闻发布会上否认了这个发现。与此同时，公司的管理人员和董事却根据他们所知道的内部消息买入价值被低估的股票。美国证券交易委员会成功起诉了这些内部人。根据短线获利规定，任何管理人员、董事或拥有公司10%及以上股票的股东不得在半年内出售买入的股票，或者买入已出售的股

---

① *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 100 S.Ct. 1108, 63 L.Ed.2d, 348 (1980).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。从这种交易中获得的利润必须退还给发行公司，即使这些交易并不是根据内部信息进行的。

20世纪80年代的内幕交易丑闻

并购领域一直受几个臭名昭著的内幕交易丑闻困扰，在这些丑闻中，一些行业领先者承认了他们进行内幕交易的犯罪行为。而每一个重大案件所提供的信息都会导致执法机关发现其他的犯罪者。

1986年6月，德崇证券的投资银行家丹尼斯·莱文（Dennis Levine）承认自己进行了证券欺诈、逃税和作伪证的犯罪事实。他向其他投资银行家购买即将进行的并购交易信息。莱文是证实华尔街著名的风险套利者伊万·博斯基犯罪的重要线索。例如，博斯基购买他预测可能会被收购的公司的股票。如果他在目标公司的股票价格上涨之前买入这些股票，就会获得巨大的利润。博斯基曾经在并购公告宣布之前非法向投资银行家购买内幕消息。接着，根据博斯基和其他人的口供，如杰弗里斯公司（Jefferies and Company）的经纪人博伊德·杰弗里斯（Boyd Jefferies，他在1987年4月承认了自己违反证券法的犯罪事实），1990年法庭指控迈克尔·米尔肯（Michael Milken）触犯了六条重罪。后来米尔肯被罚款，并且被处以十年监禁。作为垃圾债券市场的风云人物，米尔肯是打击内幕交易的政府运动中最重要的罪犯，他的法律问题是导致德崇证券公司和垃圾债券市场崩溃的主要原因之一。

内幕交易法是否能够有效阻止内幕交易的发生

由内加特·塞亨（Nejat Seyhun）进行的一项调查质疑了法律阻止内幕交易的有效性。[①] 此外，利萨·穆尔布雷克（Lisa Muelbroek）通过实证研究证明了股票价格在收购宣布之前上涨这一事实，从而反映内幕交易确实存在。[②] 其他研究似乎表明这类法律可能具有很强的威慑效果。乔恩·加芬克尔（Jon Garfinkel）研究了公司宣布盈利前后的内幕交易活动，发现在内幕交易和证券欺诈管理法通过之后，内部行为人显然调整了他们的交易时机，从而使得交易发生在相关信息发布之后。[③] 总而言之，法律和执法行为似乎确实具有正面效果，但这并不能抹杀内幕交易仍然是上市公司部分并购活动的事实。

---

① Nejat H. Seyhun, "The Effectiveness of Insider Trading Regulations," *Journal of Law and Economics* 35, 1992, pp. 149-182.

② Lisa Muelbroek, "An Empirical Analysis of Insider Trading," *Journal of Finance* 47 (5), December 1992, pp. 1661-1700.

③ Jon A. Garfinkel, "New Evidence on the Effects of Federal Regulations on Insider Trading: The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act," *Journal of Corporate Finance*, 3, April 1997, pp. 89-111.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反托拉斯法

反托拉斯法限制了公司之间发生并购行为的能力。制定各种反托拉斯法的目的是防止公司通过并购来减少竞争。仅仅由于担心政府以反托拉斯的理由干预，有很多并购活动从来就没有发生过，而且还有很多并购活动是由于政府的明显反对而被终止。

从1890年以来，美国政府已经多次改变了它对并购的反托拉斯监管的立场。如前所述，近年来政府的态度越来越倾向于建立一个更自由的市场，逐渐减少政府在市场中的作用。在20世纪80年代，尽管有很多横向并购遭到了政府的反对，但同时代的许多并购计划并没有受到政府干预。这与政府在20世纪60年代早期的态度形成鲜明对比。在那个时候，只要并购涉及的业务与公司的经营范围有任何联系，政府就会以反托拉斯为由进行干预。这种情况鼓励了很多跨行业间的企业合并，因为这种行为通常不会遭到政府反对。

谢尔曼反托拉斯法

谢尔曼反托拉斯法是美国所有反托拉斯法的基础，它于1890年首次通过，在前两节中规定了该法最重要的条款。

> 第一节　本节禁止妨碍贸易的任何合约、联合以及共谋行为。
> 第二节　本节禁止意在垄断某一特定行业的任何企业或合谋行为。

谢尔曼法规定，任何形成垄断和其他试图妨碍贸易的行为都是非法的，并且是有罪的。根据联邦法律，这些行为将要受到惩罚。政府或者受害者可以起诉这种非法行为，并由法院实施恰当的处罚——从禁令到包括处以3倍的罚款与监禁这类更严重的刑罚。从谢尔曼法的前两节可以清楚地看到，该法的范围足以涵盖几乎所有类型的反竞争行为。但令人奇怪的是，美国第一轮并购浪潮恰恰发生在该法通过之后。第一次并购浪潮发生在1897—1904年间，其特点是垄断的形成。第一次并购浪潮导致很多行业出现了垄断现象，并形成了很多强大的垄断组织，这说明谢尔曼法并没有发挥其前两节的作用。

措辞问题是谢尔曼法明显失去效力的部分原因。特别是它指出所有妨碍贸易的合约都是非法的。从早期的理解来看，这意味着几乎所有合约都不合法，因此法院完全有理由拒绝实施该法案。但是法院也很难找到一部有效的替代法律。在这种情况下，法院的实际判决使得谢尔曼法在其通过之后的十多年里只是一纸空文，如1895年最高法院判定美国食糖精炼公司不是一个妨碍商业发展的垄断组织。同时，政府缺乏执法人手也使这一法律很难被实施。但是，在麦金利总统手中还是一纸空文的谢尔曼法，在罗斯福总统及其继任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者塔夫脱总统打击垄断的压力下，却对商业社会产生了深远影响。为了弥补谢尔曼法在措辞及缺乏执法机构方面的弊端，政府决定以更清楚的陈述表明其反托拉斯的立场。这些努力导致了克莱顿法的通过。

克莱顿法

克莱顿法的目的是为了强化谢尔曼法，同时特别禁止某些商业行为。该法中一些比较重要的规定如下：

> 第二节：禁止对顾客进行价格歧视，除非这种歧视是由成本差异引起。
>
> 第三节：禁止捆绑协议。一个捆绑协议的例子是，除非客户购买公司的其他产品，否则公司拒绝向该客户出售某些产品。
>
> 第七节：禁止收购竞争公司的股票以造成竞争减少。
>
> 第八节：禁止在互相竞争的公司之间进行董事互换。

克莱顿法并不禁止依据谢尔曼法的广义理解可以认定的合法行为。不过，它指明了哪些商业行为不公正地妨碍了贸易和减少了竞争。克莱顿法没有解决缺乏负责实施反托拉斯法的具体职责的执法机构的问题。

第七节与并购活动的相关性最大：如果购买行为可能会明显减少竞争或者可能产生垄断的话，任何公司都不得在美国任何一个地方收购在同一业务链上的其他公司的全部或部分股票，或者全部或部分资产。

该节规定反映了克莱顿法的四个主要方面的内容：

1. 收购。最初，克莱顿法只禁止可能会导致竞争减少的股票购买行为。但是，市场很快就暴露了这条规定的漏洞。这个漏洞涉及对目标公司资产的收购行为。该法后来进行了修订，以同时涵盖购买股票和资产的行为。

2. 业务链。通过使用“业务链”这一术语，克莱顿法可以关注于更广泛的行业，而不是仅仅限于某一特定行业。这种广泛性有助于反托拉斯机构考虑某一公司的一系列商业活动对竞争的影响。

3. 地区。克莱顿法并不以国家为基础，它可以应用于不同的地区。运用该条款，反托拉斯机构可以考察某公司在一个地区的市场份额，而不必考虑其在全国的市场份额。如果该公司主导某个地区性市场并在该地区享有垄断地位，就可以认为其违反了克莱顿法。反托拉斯机构通常要求违法公司剥离在受影响地区的经营业务以减少其在该地区的市场力。

4. 减少竞争的趋势。第七节这部分的措辞十分模糊。它指出一家公司可能会减少竞争或者可能会产生垄断。这种模糊措辞是考虑到有可能无法立即看出公司的某种行为对竞争的影响。这种措辞赋予反托拉斯机构在怀疑竞争减少的时候采取合理行动的权力。这几乎相当于假设，如果某家公司有限制竞争的能力，它就可能会将这种能力付诸行动。因此，法律试图在它们实际发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之前就禁止这种行为。关于商业行为的这种观点在过去20年里发生了巨大变化。

《1914年联邦贸易委员会法》

谢尔曼法的一个缺陷是，它没有帮助政府设立一个有效的执法机构来调查和跟踪反托拉斯法的违法行为。那时候，司法部没有资源形成有效的反托拉斯威慑力。为了解决这个问题，《1914年联邦贸易委员会法》（Federal Trade Commission Act of 1914）建立了联邦贸易委员会，赋予其同时执行联邦贸易委员会法和克莱顿法的权力。通过联邦贸易委员会法的目的主要是为克莱顿法的实施提供一个执行工具。该法在第五节制定了主要的反托拉斯规定，即禁止使用不公平的竞争方法。尽管联邦贸易委员会具有发起反托拉斯诉讼的权力，但是它并没有权力对违反反托拉斯法的行为处以刑罚。联邦贸易委员会法还拓宽了克莱顿法中界定的非法商业行为的范围。

《1950年塞勒-基福弗法》

克莱顿法第七节的宽泛用语给予了反托拉斯机构较大的自由来界定反托拉斯法的违法行为。但是，公司仍可以利用克莱顿法中的漏洞进行明显降低竞争程度的收购活动。

如前所述，克莱顿法最初只禁止将导致竞争减少的购买其他公司股票的行为。在历史上，公司和狙击者不断发现该法中的漏洞。很多公司能够通过购买目标公司的资产而不是股票来完成收购。根据克莱顿法的最初用语，这种行为不会违反法律。《1950年塞勒-基福弗法》的通过填补了这个漏洞，该法禁止导致竞争减少的资产购买行为，同时也禁止可能导致竞争减少的纵向并购和混合并购行为。以前的反托拉斯法主要针对横向并购活动，即生产同种产品的企业之间的合并。塞勒-基福弗法为20世纪60年代采取更严厉的反托拉斯执法行动开创了条件。

《1976年哈特-斯科特-罗迪诺反托拉斯改进法》

哈特-斯科特-罗迪诺法要求联邦贸易委员会和司法部拥有提前审查被提议的并购交易的机会。根据该法，并购交易只有在经过这些机构审批之后才可能完成。这两个机构必须决定由它们中的哪一个来负责调查某一特定交易。由于法律禁止并购计划在规定的等待期结束之前完成，因此，没有及时提交文件可能会推迟交易的完成。

哈特-斯科特-罗迪诺法的通过是为了防止最终被判定为反竞争性的并购交易的完成。这样，司法部就能够解散一家部分通过反竞争性并购形成的公司。由于在管理商业合并对竞争的影响时，政府不能通过发布禁令的方式来停止

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易的进行，因此，哈特-斯科特-罗迪诺法的通过就非常有必要。如果不能获得禁令，那么在并购发生之后的很多年内就不可能进行强制性的资产分割来恢复竞争。制定哈特-斯科特-罗迪诺法的目的就是要防止这些问题的发生。哈特-斯科特-罗迪诺法在威廉姆斯法之上对股权收购行为又增加了一重监管，并规定了等待期。反托拉斯机构的批准要求事实上是否会放慢股权收购的进程，取决于该项交易为取得反托拉斯机构的批准所花的实际时间长度。

提交材料的规定

《2000 年 21 世纪并购改革与改进法》（21st Century Acquisition Reform and Improvement Act of 2000）对哈特-斯科特-罗迪诺法进行了一系列修订，并于 2001 年开始生效。修订的结果是，公司/交易的规模不同，对材料提交的要求也不相同。交易金额在 5 000 万美元及以上时都需要提交相应的材料，而交易金额低于 5 万美元时则不需提交任何材料。当交易金额低于 2 亿美元时，如果交易的一方拥有至少 1 亿美元的总资产或销售收入，并且另一方的总资产或销售收入不低于 1 000 万美元时，那么也必须提交相关材料。如果交易金额超过 2 亿美元，则需要发布新闻报告。该法放弃了原 15%的普通股的材料提交门槛规定。

材料提交的费用

公司需要支付材料费用，这项费用的高低取决于交易的规模。交易金额低于 1 亿美元时需要支付 4.5 万美元，高于 50 万美元时则需要支付高达 28 万美元的费用。

谁必须提交材料

哈特-斯科特-罗迪诺法最初的措辞有些模糊，这导致一些人认为该法不适用于某些商业组织，如合伙企业。该法要求凡是满足上述公司规模或收购规模标准的个人或公司都需要提交材料。

提交的信息类型

法律要求提交一份 16 页的表格，描述商业活动的数据以及并购双方公司的经营收入必须根据标准产业分类（SCI）码填写。由于这些信息必须提交给美国统计局，大多数公司已经备有要提交的信息材料。除此之外，在提交材料的时候，收购公司必须同时附上分析该项交易对竞争的影响的报告。

这就产生了很有意思的矛盾。当并购交易由公司内部提出时，提议者可能会有意夸大并购后的收益。如果提议者夸大了并购后的市场份额，就会增加公司获得反托拉斯批准的难度。基于这种原因，在准备并购前的报告材料时，公司应该牢记，这份报告需要通过反托拉斯的审批。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并购前的反托拉斯审批时间

并购前的反托拉斯审批时间长短取决于收购所支付的对价类型，全部由现金组成的对价所需要的审批时间与包括证券的对价不同。

全部以现金收购

对于全部以现金收购的要约，监管机构需要 15 天的时间来审查提交上来的材料。不过，负责审批的机构可能会认为，判断并购是否符合反托拉斯法还需要其他佐证材料，这就构成了著名的第二次提交要求（second request）。这样，审批机构可能需要再延长 10 天的审批时间来决定是否质疑某项交易的合法性。当被要求提交其他材料时，这往往表明该项交易没有通过反托拉斯的批准。对于全部现金收购来说，收购方提交材料的同时就意味着等待期的开始。

证券收购

对于在对价中包括证券的收购，最初的审查期是 30 天。如果监管机构要求其他信息，审查时间就需要再延长 30 天。对于这种不是完全以现金支付的收购要约，要在收购双方都提交了相关材料后才开始计算等待期。如果收购方认为交易不会与反托拉斯相冲突，它可以要求提前终止等待期。近年来提前终止等待期的现象变得越来越普遍。不过，能否提前终止等待期完全取决于监管机构的审查。

规定等待期的目的是为了让反托拉斯机构有机会辨识那些有可能减少竞争的交易。这种做法的理由是，防止一项交易的发生比并购完成后再解散一家已合并的公司容易得多。如果反托拉斯机构认定某项交易存在反托拉斯方面的问题，它们通常会发起诉讼来阻止该项交易。目标公司也可以将等待期作为一种反收购策略。受到敌意收购的目标公司可以故意推迟提交所要求的信息材料。而收到善意收购要约的公司可以通过快速回应来加速收购过程的完成。

政府反对意见的影响

司法部发起诉讼阻止一项被提议的收购计划往往意味着该项交易的结束。即使出价方和目标公司都认为它们最终能够胜诉，但没有一家公司有兴趣和政府打一场可能会持续多年的官司。一个典型的例子是，1995 年微软公司（Microsoft）放弃了对财务软件开发商直觉公司（Intuit）的收购计划。这笔交易本来有可能成为当时历史上最大的软件收购案件，直觉公司的股权估价高达 23 亿美元。另一个例子是百视达公司（Blockbuster），由于受到联邦贸易委员会的抵制，它在 2005 年放弃了对其竞争对手电影出租连锁店好莱坞娱乐公司（Hollywood Entertainment）的收购计划。1999 年它曾经由于相同原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因放弃了一项类似的收购计划。具有讽刺意味的是，该行业由于受到来自电报行业的即时电视放映和邮件订单贩卖的竞争而在不断萎缩。根据21世纪已发生的变化，这项交易不再存在20世纪90年代反托拉斯机构认定的那些问题。

出价方可能认为，在特定时机一项战略性收购可以提供协同效应。但是，如果在公司能够采取行动实现这些收益之前存在不确定的延误，他们通常宁愿终止交易，而不会冒着支付很高收购成本的风险来换取非常不确定的未来收益。在公司进入法律诉讼程序并按部就班地进行时，竞争环境可能发生很大的变化，并导致公司丧失原来可以利用的时机。虽然有时候出价方能够使司法部同意尽快结束审判过程，但是即使是很快的审判也需要好几个月才能完成。而对于计算机行业来说，甚至6个月的时间都可以使竞争机会消失。

提交材料的截止日期

根据哈特-斯科特-罗迪诺法，出价方必须在它宣布股权收购要约或其他要约的同时提交材料。然后目标公司必须作出回应，在出价方提交材料后的15天内提交相应的材料。

联邦贸易委员会对爬行收购的规定

为了更好地实施哈特-斯科特-罗迪诺法，联邦贸易委员会颁布了各种法规。这些法规解决了前面曾提到过的爬行收购中存在的问题，并且消除了爬行收购中每次股权收购都需要提交材料的重复问题。这些法规指出，如果在首次材料提交日到期后的5年内，收购方购买的股票总数没有达到发行公司流通股总数的25%，那么收购方就不需要为增持股票提交材料。如果公司所持股票在达到25%的水平时提交了材料，那么在此基础上继续购买发行公司的股票，只要份额不超过50%，就不必再提交材料。

联邦贸易委员会对第二次提交要求和加速完成收购的规定

并购参与者一般都担心会出现第二次提交要求，因为这往往意味着要延迟并购完成时间，并导致费用大幅增加。在第二次提交要求中，公司通常需要提供上百万页的数据材料。2006年，联邦贸易委员会宣布了新规则，允许公司在确信所提交的材料符合联邦委员会的要求的情况下，有权同意是否延长联邦委员会的审判期限到30天。在这种条件下，联邦贸易委员会会同意设置某些限制条件，如只要求提交两年内的数据和限制被审查材料公司的员工数量，在通常情况下，被审查材料公司的员工数量可以达到35人。

哈特-斯科特-罗迪诺法的豁免

受政府机构监督的某些收购以及某些国外收购可以得到哈特-斯科特-罗迪诺法的豁免。投资豁免允许个人购买某公司高达10%的普通股，只要购买这些股票的目的仅仅是为了投资。投资豁免的目的是为了免除那些无意于获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司控制权的投资者的不必要的义务。它允许投资者购买某一公司大量带有投票权的股票，但不必遵守哈特-斯科特-罗迪诺法关于提交材料的要求。

另一种形式是可转换证券豁免，即可以转换为有投票权的股票的证券，如期权和认股权证，也在哈特-斯科特-罗迪诺法规定的材料提交豁免范围之内。除此之外，经纪公司购买的股票也可能被豁免提交相应的材料，只要这些购买不是在有意违反法律的情况下进行的。

国际并购的反托拉斯批准

对于那些有大量海外业务的公司并购，并购双方必须同时满足国际反托拉斯法和国内反托拉斯法的要求。这一点在安永公司（Ernst & Young）和毕马威公司（KPMG）的案例中得到了充分的强调。安永公司和毕马威公司都在全球大多数国家开展业务，1998 年 2 月，因欧盟反托拉斯机构开始调查其并购交易的反竞争影响，它们宣布放弃并购计划。而在对这笔交易的调查之前，欧盟委员会已在 1997 年反对波音公司和麦克唐纳·道格拉斯公司（McDonnell Douglas）之间的合并，并最终导致波音公司作出让步。本章后面我们将进一步讨论欧盟竞争政策和一些重要的交易，如欧盟委员会反对的 2001 年通用电气公司与霍尼韦尔公司（Honeywell）的并购。

反托拉斯法的执行：司法部和联邦贸易委员会的互相作用

司法部和联邦贸易委员会共同负责执行美国的反托拉斯法。如果司法部提起诉讼，那么案件在联邦法院审理；而如果由联邦贸易委员会发起行动，那么案件是由联邦贸易委员会的一个行政法官受理，判决结果经联邦贸易委员会的委员复查。如果被告对联邦贸易委员会的判决提出上诉，那么该案件可以交由联邦法院受理。司法部和联邦贸易委员会都可以采取行动阻止公司的反对行为。司法部可能会发布禁令，而联邦贸易委员会则会发布制止令。犯罪行为由司法部判决，它可以对犯罪者进行罚款甚至监禁，并且让其承担犯罪行为所带来的损失。读者不能就此推导出政府为唯一的采取反托拉斯行动的团体。个人和公司也可以发起这类行动。事实上，具有讽刺意味的是，在美国的反托拉斯进程中，这类私人行动占据了非常重要的地位。①

值得注意的是，尽管反托拉斯行动备受人们的关注，但是大部分的交易活动并没有引起这类行动。例如，在 1993—1996 年间，根据哈特-斯科特-罗迪诺法进行的执法行动仅占总交易数的 0.4%。②

---

① Lawrence White, *Private Antitrust Litigation: New Evidence, New Learning* (Cambridge, MA, MIT Press, 1989).

② Malcolm B. Coate, "Merger Enforcement at the Federal Trade Commission," unpublished working paper, January 1998, p. 4.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国反托拉斯法执行的最近趋势

在 20 世纪 80 年代，反托拉斯的执行力度相对比较宽松。但是到了 20 世纪 90 年代又开始变得强硬起来。洛克希德·马丁公司（Lockheed Martin Corp.）对诺思罗普·格鲁曼公司（Northrop Grumman Corp.）高达 83 亿美元的收购计划是 20 世纪 90 年代晚期遭到反对的最著名的一个案例。这两家公司都在之前发生了一系列的并购活动。如 1994 年诺思罗普公司和格鲁曼公司以 21.7 亿美元的交易价值合并，1995 年洛克希德公司和马丁·玛丽埃塔公司（Martin Marietta）以 100 亿美元的价值合并。随着国防业各公司试图提高效率以适应冷战后的国防环境，该行业经历了一场大范围的并购运动。1996 年 12 月波音公司以 140 亿美元购买了麦克唐纳·道格拉斯公司，1997 年雷森公司（Raytheon）以 125 亿美元收购了休斯电子公司（Hughes Electric Corp.）的国防业务。还有其他几个与某国防企业或某企业的国防业务部门相关的并购活动，如 1993 年罗拉公司（Loral）收购了 IBM 公司的国防业务，1994 年食品机械化学公司（FMC）与哈斯科-BMY（Harsco-BMY）公司合并。面对日益紧张的竞争环境，洛克希德·马丁公司和诺思罗普·格鲁曼公司之间的合并计划遭到了雷森公司的激烈反对。司法部也开始关注这项交易，并且进行了广泛的调查，最终这项交易因诉讼而终止。司法部的这次行动表明，作为第五次并购浪潮标志的合并在达到某个反对点之前不可能无限地持续进行，尤其是在国防行业，也可能包括在通信业和银行业。从这项交易没有获得反托拉斯批准这一事件中得到的一个教训是，当一个行业处于合并的过程中时，厂商要切记：不要在行业合并过程的后期进行交易，尤其不要使竞争集中程度达到遭到反对的水平。精明的厂商可以预测到行业的最终合并，并及早实施兼并或收购计划，而在后来进行交易的厂商可能会发现，它们成为反托拉斯执法行动的目标。

对微软公司收购直觉公司的质疑，以及后来采取的针对微软公司的在某种程度上有些激进的反托拉斯执法行为，充分说明了政府更加强硬的反托拉斯立场。这一点在 1997 年变得很清楚，当时史泰博公司（Staples，Inc.）收购欧迪办公公司（Office Depot）的计划被终止。1998 年还有好几个大的并购计划也遭到了反对，包括麦克森公司（McKesson Corporation）对美国资源公司（AmeriSource Corporation）17.2 亿美元的收购计划和卡地纳健康集团（Cardinal Health，Inc.）对伯根布鲁斯威格公司（Bergen Brunswig Corporation）24.1 亿美元的收购计划，这四家公司都是该行业中的最大零售商。历史上最大的并购计划之一是，2000 年被司法部阻止的 MCI 世界通信公司对斯普林特公司价值 1 150 亿美元的收购计划。监管者担心三家大公司变成两家大公司可能会导致长期利率上升。司法部也对该项交易对网络业可能产生的负面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响表示了关注。即使这笔交易能够抵挡住司法部的压力，也不能确保就能获得欧盟委员会的批准。

反托拉斯监管者基于就案论事的原则对每笔交易进行分析。它们在反对世通/MCI公司与斯普林特公司的合并的同时，也批准了其他几个只有少数竞争者参与的并购交易。[1] 2004年联邦贸易委员会同意第二大香烟制造商和第三大香烟制造商的合并就是这样一种情况。在进行判决的过程中，联邦贸易委员会充分考虑到第二大香烟制造商R.J.雷诺兹公司已经被一些小厂商抢走了部分市场这一事实。联邦贸易委员会不只看到整个香烟市场的情况，还看到了细分市场的情况，如在折扣品牌市场，其他竞争者已经稳步侵吞了雷诺兹公司及布朗&威廉森公司（Brown and Williamson）的市场。联邦贸易委员会注意到布朗&威廉森公司在30岁以下的吸烟者这一市场中只占有较小份额时，考虑了公司的长期发展前景。

案例研究

作为反托拉斯批准程序一部分的必要的资产剥离：葛兰素-史克必成的并购

反托拉斯机构并不是简单地阻止并购的进行，它可能会要求公司剥离某些业务部门以批准该笔交易的完成。最近的一个例子发生在2000年12月，当时联邦贸易委员会批准了葛兰素·威廉公司对史克必成公司的收购，但要求公司将它的六个业务部门出售给与其竞争的药品公司。葛兰素和史克必成公司同意将它们的康泉牌（Kytril）止泻药卖给罗氏公司（F. Hoffman LaRoche），将抗生素（注射用头孢噻甲羧肟）的美国经销权出售给雅培公司，将某些抗菌药的世界专利权卖给诺华公司（Novartis Pharma AG）。在这种情况下，公司就必须考虑这一事实，即将有价值的业务部门或产品专利卖给竞争对手，使竞争对手变得更加强大，由此带来的成本能否被并购产生的收益所抵消。在这个案例中，很显然葛兰素-史克必成公司认为并购的收益超过了公司付出的成本。值得注意的是，该交易还有一项其他成本，这项成本在双方签订协议时并不太清楚，即交易能否完成在很大程度上取决于反托拉斯监管机构的行为，而这种行为是很难被预测的。

衡量集中度和定义市场份额

宣判反托拉斯案件时，法庭所依据的一个关键因素是被指控违反了反托拉斯法的公司的市场份额以及该行业的集中程度。多年来，司法部衡量市场份额和集中度的方法经常发生变化，在不同的并购指南下衡量标准不同。

---

[1] Statement of the Federal Trade Commission, "R. J. Reynolds Tobacco Holdings, Inc. /British American Tobacco p. l. c.," File No. 041 0017, June 24, 2004.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1968 年司法部的并购指南

1968 年，司法部发布了并购指南，列出了政府反对的并购类型。并购指南主要是用来帮助对谢尔曼法和克莱顿法的理解，通过它们，司法部采取了规定市场份额比重的方法，对高度集中行业和非集中行业进行了定义。指南使用了行业集中度的概念，即行业排名前四家或前八家公司的市场份额。根据 1968 年的并购指南，如果某行业四家最大的公司占有至少 75%的总市场，那么该行业被认为是高度集中的。根据并购双方的市场份额，表 3—1 列出了指南规定的可能引起质疑的横向并购。

表 3—1　　1968 年司法部的并购指南

市场	收购公司	被收购公司
高度集中	4%	4%或更多
	10%	2%或更多
	15%	1%或更多
非高度集中	5%	5%或更多
	10%	4%或更多
	15%	3%或更多
	20%	2%或更多
	25%	1%或更多

并购指南的发布使得反托拉斯执法变得更加机械，考虑与另一家公司进行并购的公司最好能够提前确定司法部的立场，而且司法部一般会利用并购指南来确定它的执法政策。

1982 年司法部的并购指南

1968 年的并购指南过于僵化，这一问题在 20 世纪 70 年代开始变得十分突出；很显然当时需要一个更加灵活的反托拉斯政策。1982 年，在司法部反托拉斯局局长威廉·巴克斯特（William Baxter）的努力下，这样的政策终于得以颁布。巴克斯特既是一位律师，也是一位经济学家。利用经济学知识，巴克斯特在反托拉斯执法过程中引入某些定量评价方法，从而使整个执法过程更加程序化、更加能被预测，并且与主流的经济学理论保持一致。这些指标中最主要的是美国反托拉斯政策的赫芬达尔-赫希曼（Herfindahl-Hirschman，HH）指数。[①] HH 指数是行业中每个公司的市场份额的平方之和。

① Lawrence J. White, "Economics and Economists in Merger Antitrust Enforcement," in Patrick A. Gaughan and Robert Thornton, eds., *Developments in Litigation Economics* (Amsterdam: Elsevier/JAI, 2005), pp. 205 - 216.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$HH = \sum_{i}^{n} s_i^2$$

其中，s_i 为第 i 个公司的市场份额。

利用该指数而不是简单的排名前四家或前八家公司的市场份额，可以更精确地衡量两家竞争公司的并购行为对行业集中度的影响程度。不过，值得注意的是，在运用 HH 指数（或者集中度）的时候，需要仔细检查并购各方在并购后市场份额保持不变的假设。计算 HH 指数时需要用到并购后的合并市场份额，尽管这些数据的获得可能会非常困难。

赫芬达尔-赫希曼指数的性质

赫芬达尔-赫希曼指数拥有某些性质，这使它能够比简单的集中度指数更好地用于评价与并购相关的市场集中问题。

- HH 指数随着行业内公司数量的增加而增大。
- HH 指数是行业内各公司市场份额的平方和。这样，它赋予大型公司的权重要高于小型公司。对一个较大数取平方会比对一个较小数取平方对指数产生不成比例的更大影响。此外，对于扩大了公司间规模差异的并购，与简单的集中度指数相比，HH 指数会表现出更大的增长。
- 由于较大规模的公司对指数的影响更大，即使缺乏行业中较小规模公司的完整数据，HH 指数也能够提供有用的结果。

在评价市场集中度时，反托拉斯机构制定了如下标准：

- 并购后指数小于 1 000：非集中市场。除非具有其他反竞争性效果，这种并购一般不会引起反托拉斯质疑。
- 并购后指数在 1 000～1 800 之间：适度集中市场。如果并购后 HH 指数的值增加了不到 100 点，那么并购一般不会产生什么问题。如果引起 HH 指数提高了 100 多个点，就可能会引起与集中度相关的反托拉斯问题。
- 并购后指数高于 1 800：高度集中市场。如果并购使指数增加不到 50 点，那么一般不会遭到反对。引起 HH 指数超过 50 点的增长的并购就会“导致严重的反托拉斯问题”。

赫芬达尔-赫希曼指数的例子

假设某行业有 8 家公司，每家公司占有 12.5%的市场份额。那么赫芬达尔-赫希曼指数等于：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$HH=\sum_{i=1}^{8}s_i^2=8\times(12.5)^2=1\ 250$$

如果这些规模相同的公司中有两家合并，那么重新计算指数，可得：

$$HH=625+937.5=1\ 562.5$$

1984 年司法部的并购指南

1984 年 6 月 14 日，司法部又一次修改了并购指南，试图进一步完善反托拉斯执法政策。司法部认为，包括比较准确的 HH 指数在内的之前的并购指南，都过于机械化并且不太灵活。为了提高政策的灵活性，司法部在其使用的定量评价标准外，允许考虑使用某些定性的信息。定性信息包括这样一些因素，例如行业中公司的效率、潜在收购目标公司的财务能力和美国公司在国外市场的竞争能力。

1984 年的并购指南也引入了 5%测试法。该法要求司法部评价每个并购公司的每种产品在价格上涨 5%时的影响，该测试法依据并购会导致市场力的提高这一假设。如果事实果真如此，并购后的公司就有能力提高价格。测试法试图检查这种价格提高对竞争者和消费者的潜在影响。

衡量消费者和竞争者的反应程度的宏观经济指标是弹性（elasticity）。需求价格弹性（e）显示了消费者对产品价格变化的敏感程度，可以分为以下几种类型：

- $e>1$，需求富有弹性。需求数量变动的百分比大于价格变动的百分比。
- $e=1$，单位需求弹性。需求数量变动的百分比等于价格变动的百分比。
- $e<1$，需求缺乏弹性。需求数量变动的百分比小于价格变动的百分比。

在 5%的价格变动范围内，如果需求缺乏弹性，意味着合并后的公司拥有更大的市场力；但是，如果需求是富有弹性的，消费者就不会因并购而受到太大的影响。

1982 年和 1984 年的并购指南已经认识到并购可能会提高效率并带来收益。而 1968 年的并购指南虽然不具有法律效力，但却为一些法律判决提供了参考。

1992 年的并购指南

司法部和联邦贸易委员会共同发布了 1992 年的并购指南，并在 1997 年对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这份并购指南进行了修改。这份并购指南充分表明了它们当前的立场。与1984年的并购指南相似，它们都认识到并购潜在的效率提高所带来的收益。不过，这些指南指出，如果一项并购具有反竞争效果，例如提高了价格，那么即使存在明显的效率收益也会被质疑。很显然，提高市场力的具有反竞争性的并购会遭到质疑。

1992年的并购指南清晰地界定了相关市场的定义，这个定义通常是反托拉斯诉讼案件中的关键问题。它们指出，市场是最小的一组产品或地理范围，在市场中垄断会导致价格提高一定幅度，例如5%。同1984年的并购指南一样，它们也使用HH指数来评价并购对竞争的影响。

根据1992年的并购指南，执法机构在执法时可以遵循如下五大步骤：

1. 评价并购是否显著提高了集中性。这涉及可能引起争议的相关市场的定义。

2. 评价该项交易潜在的反竞争效果。

3. 评价其他竞争者进入市场能否抵消并购潜在的反竞争效果。需要考虑存在的市场壁垒。

4. 确定交易能否带来某些效率收益，抵消反竞争性效果的负面影响。

5. 确定并购是否会使任一方倒闭或退出市场。然后根据潜在的反竞争效果对这些可能的负面影响进行权衡。1997年修改后的并购指南强调了反托拉斯机构考虑并购的反托拉斯净效果的意愿。负面的反竞争效果可能会被正面的效率收益所抵消。并购参与者需要能够证明收益与并购直接相关。尽管认识到这种收益很难在交易前进行量化，但并购参与者提供的证明不可以是模糊的或推测性的。事实上，与并购相关的效率收益只能抵消小部分反竞争效果，而不能抵消主要的影响。

案例研究

R.J. 雷诺兹公司/布朗 & 威廉森公司

在分析并购的反托拉斯行为时，仅仅考虑市场份额方面的收益是有限的，在揭示这一事实的研究中，2004年烟草制造商R.J. 雷诺兹公司和布朗 & 威廉森公司的并购提供了一个很好的案例。在分析第二大烟草公司雷诺兹公司和第三大烟草公司布朗 & 威廉森公司的合并时，联邦贸易委员会判定该交易不会引起合并后公司市场力的破坏性增长。一直以来美国烟草市场最大的公司是奥驰亚集团拥有的美国菲利普·莫里斯公司。在对市场进行分析的过程中，联邦贸易委员会注意到长期被四大公司［罗瑞拉德公司（Lorillard）的市场份额排行第四］统治的美国烟草市场出现了一个重要的趋势，即除四大公司外的其他公司的市场份额在逐渐上升。有几个增长快速的公司已经进入该行业内包括折扣部门在内的某些部门。在高级香烟部门和折扣部门的市场上，R.J. 雷诺兹公司和布朗 & 威廉森公司都遭受了损失。事实上，联邦贸易委员会也注意到，布朗 & 威廉森公司过去大部分的收入都来自折扣部门，而现在由于新的折扣商的竞争而遭受了销售收入的大幅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下降。①在1998—2004年间，布朗&威廉森公司的总市场份额由15%下降到10%，同时R.J.雷诺兹公司的市场份额由24%下降到20%。在引用横向并购指导意见时，联邦贸易委员会判定，单纯从行业排行前四名公司的市场份额考虑，该行业是高度集中的，但是这种“市场份额和集中度的数据只提供了对一项并购的竞争影响的分析起点”。这两家公司之所以合并是因为在过去十年中，它们都遭受了市场份额的下降，通过合并，它们希望能够停止它们的地位下降，而不是为了获得竞争优势或对消费者的费用执行市场力。

① Statement of Chairman Timothy J. Muris, Commissioner Swindle, and Commissioner Timothy B. Leary, RJ Reynolds Tobacco Holdings, Inc. /British American Tobacco plc, File No. 041 0017.

欧洲的竞争政策

1989年12月，欧盟采纳了所谓的并购监管政策。该政策在1990年9月开始生效并在1998年做了修正。监管的重点是并购行为，但也包括对跨境竞争程度产生影响的合资行为。政策规定，在欧盟范围内拥有重大收入的并购必须得到欧盟委员会的批准。与美国法律体系下反托拉斯监管机构必须通过法院才能阻止一项并购计划不同，欧盟的监管系统并不依赖于法院的力量。

20世纪90年代欧盟委员会公开拒绝的交易只有13项，2000年为3项，尽管这一期间正处于第五次并购浪潮，并购活动以规模巨大为特征。不过，它积极地审查了许多交易，并要求交易双方采取了某些补救行动之后才予以批准。2000年欧盟委员会拒绝了世通公司和斯普林特公司1 150亿美元的并购交易。具有讽刺意味的是，被拥有13个成员国的欧盟反对的并购交易发生在世通公司和斯普林特公司之间，而这两家公司的总部分别位于美国密西西比州的克林顿城和美国堪萨斯州的堪萨斯城。其他几项遭到反对的并购计划是，世界上最大的三个铝产品公司加拿大铝业公司（Alcan Aluminum）、法国的普基公司（Pechiney）和瑞士铝业公司（Alusuisse-Lonza Group）之间价值170亿美元的并购计划，以及通用电气公司与霍尼韦尔公司之间价值400亿美元的并购计划。被欧盟反对的通用电气公司与霍尼韦尔公司之间的并购计划在美国获得了批准，这使很多人怀疑欧盟在利用它的竞争政策保护欧洲公司，使它们远离强大的美国竞争对手的威胁。这种怀疑直接导致了一系列协调双方竞争政策的对话。在当时任反托拉斯主席、曾为意大利经济学教授的马里奥·蒙蒂（Mario Monti）的领导下，位于布鲁塞尔的欧盟反托拉斯机构在审查并购对欧盟范围内竞争水平的影响时，运用了著名的经济学说——集体优势理论（collective dominance）。该理论是指一组公司在特定市场上占优势的能力。

现在蒙蒂已经卸任，欧盟反托拉斯机构的新任领导内莉·克勒斯（Nellie

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Kroes）在反托拉斯执法过程中似乎更多地采用了促进商业的方法。现在他们采取的执法态度似乎与美国的反托拉斯执法类似，即较少强调政府对竞争者的保护，而是更关注于并购行为对消费者的影响。当前布鲁塞尔监管机构的主导思想是，鼓励那些认为自己是反竞争行动目标的公司向法院提出诉讼，而监管机构则主要考察这些行为对消费者的不利影响。

反托拉斯的惩罚措施

监管机构对发现存在反竞争的经济情况主要实施两类惩罚措施。具体采取哪类惩罚措施主要取决于是否涉及并购行为。这些惩罚措施主要分为两类：结构惩罚和行为惩罚。结构惩罚的一个例子是要求剥离已收购的具有反竞争效果的部门。这往往被欧盟在处理与并购相关的反托拉斯问题时优先采用。[①] 雀巢公司（Nestle）购买法国矿泉水制造商毕雷公司（Perrier）就是这样一种情况。在获得欧盟委员会的同意之前，雀巢/毕雷集团不得不将毕雷的富维克（Volvic）品牌转让给一个竞争者。行为惩罚或非结构惩罚则针对特定的业务活动。一个典型的例子是沃达丰公司和曼内斯曼公司的并购，它引起了欧盟委员会对地区性的欧洲移动公司是否有能力与合并后的沃达丰/曼内斯曼公司竞争的关注，因为那时沃达丰/曼内斯曼公司控制了许多欧洲国家的移动业务。最终欧盟委员会采取的解决方案是，沃达丰/曼内斯曼公司必须许可竞争者的移动业务进入它们的网络，从而为沃达丰/曼内斯曼公司控制的地区提供无缝移动服务。[②]

案例研究

维亚康姆-派拉蒙-QVC

1993 年 9 月 12 日，派拉蒙公司董事会批准了该公司以每股 69.14 美元的价格与维亚康姆公司（Viacom）兼并的计划。但是，因 QVC 公司对派拉蒙公司发出了每股 80 美元的敌意收购计划，上述两家公司之间的友好并购计划在 9 月 20 日中断。QVC 宣布，它的两个最大股东——自由媒体公司（Liberty Media）和康卡斯特公司（Comcast Corporation）都愿意各追加 5 亿美元的投资，以帮助 QVC 为其收购计划融资。这场收购战的独特之处在于，各方都列出了并购伙伴，这些伙伴将为其提供融资帮助以交换某些对价条件。

---

① Mario Monti，"The Commission Notive on Merger Remedies，" in Francois Leveque and Howard Shelanski，eds.，*Merger Remedies in American and European Union Competition Law*（Cheltenham，UK，Edward Elgar，2003），pp. 3－12.

② Massimo Motta，Michele Polo，and Helder Vasconcelos，"Merger Remedies in the European Union：An Overview，" in Francois Leveque and Howard Shelanski，eds.，*Merger Remedies in American and European Union Competition Law*（Cheltenham，UK，Edward Elgar，2003），pp. 106－134.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

维亚康姆作出回应，获得了来自百视达娱乐公司6亿美元的投资和美国奈恩克斯公司（NYNEX）1.2亿美元的投资。接着，QVC公司从贝尔大西洋公司（Bell Atlantic）对电子通信公司（Telecommunication，Inc.）的收购中得到了一些财务支持。当时电子通信公司正在收购自由媒体公司。10月17日，先进出版公司（Advance Publications）和考克斯娱乐公司（Cox Enterprises）同意各家提供5亿美元资助QVC的收购计划。在多家并购伙伴的资金支持下，QVC宣布对派拉蒙公司实施每股80美元的两阶段股权收购计划。在第一阶段以现金收购派拉蒙公司51%的股票，其后则以股票进行支付。派拉蒙公司董事授权管理层与QVC在10月5日会谈，但直到11月1日他们才会见了QVC公司。

维亚康姆以每股85美元的现金要约对QVC的股权收购作出了回应，派拉蒙公司接受了这个要约。QVC于11月11日宣布与自由媒体公司脱离关系，后者将以10亿美元的价格出售给贝尔南方公司（Bell South），这就减轻了QVC可能存在的反托拉斯问题。之后贝尔南方公司将自由媒体公司承诺的5亿美元提供给QVC公司。11月12日，QVC公司报出了每股90美元的新收购价格，高出了维亚康姆的出价。

后来收购战不得不诉诸法庭，QVC公司赢得了这场官司。特拉华州大法官法院判决派拉蒙公司董事会没有遵守露华浓原则，因为它采取了一些反收购措施，如锁定期权、违约金和有利的股票期权，以提供维亚康姆公司一定的竞争优势。

这个判决在9月9日得到特拉华州最高法院的支持。之后派拉蒙公司被迫撤回了它对维亚康姆公司收购计划的支持，并且开始了竞价过程。QVC将它的出价提高到88.5亿美元，派拉蒙公司董事会建议接受。但维亚康姆公司以更高的100亿美元的价格最终赢得了这场收购战的胜利。

小　结

要更全面地理解兼并与收购领域，就必须理解监管该过程的法律。在美国，这些法律分为三类：证券法、反托拉斯法和州立公司法。对于兼并与收购来说，最主要的证券法是《1934年证券交易法》，威廉姆斯法是对该法的补充。威廉姆斯法主要监管股权收购行为，股权收购是收购特别是敌意收购的一种重要形式。该法的目的是提供给股东更多关于出价方的信息，以及足够的分析这些信息的时间。该法的13D节对购买了目标公司5%以上流通股的购买方提出了信息披露要求。在美国，发起股权收购的公司必须提交TO表，该表规定了股权收购必要的信息披露内容。

各国的收购法并不相同。不过，许多国家，例如那些欧洲和亚洲的国家，具有与美国类似的法律特征，这些特征成为过去两次大的并购浪潮中许多诉讼案件的焦点。很多年来，欧盟一直努力设立一套统一的并购法则。但是，由于允许成员国自由否定统一法规，并采用各自国家的收购法令，最终达成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一致的收购指令的作用被冲淡了。

美国两部主要的反托拉斯法——谢尔曼法和克莱顿法是两部早期的反托拉斯法，这些法律获得了联邦贸易委员会法和塞勒-基福弗法的支持。不过，在美国近代历史的发展过程中，对这些法律的解释在不断地发生变化。20世纪50年代和60年代，这些法律的执行非常严格，80年代就相对宽松得多。但到了90年代，一些迹象则显示了更加激进的反托拉斯执法倾向。除了前面提到的反托拉斯法，哈特-斯科特-罗迪诺法也是一部直接针对兼并和收购的法律。制定该法的目的是为了防止可能导致竞争减少的并购的完成。

州立公司法在兼并与收购中扮演了重要角色。特别是许多州立反收购法保护了本州内的公司免于遭受敌意收购的威胁。州立反收购法分为四个类别：公平价格条款、商业合并条款、控股股份条款和兑现条款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章

并购的战略

本章重点讨论并购的战略动机和决定因素。首先讨论两个最常见的并购动机——追求更快的发展和协同效应。并购交易的支持者通常会以达到更快的发展能力或协同效应作为支持特定购买价格的理由。本章将考察两种不同类型的协同效应：经营协同效应和财务协同效应。可以看到，以达成包括规模经济和范围经济在内的经营协同效应作为并购的动机具有充分的经济学基础。而以追求财务协同效应作为并购理由的合理性则值得商榷。

公司进行并购交易通常是为了进入另一个经营领域，以实现业务多元化。并购的历史充斥着多元化交易。除了几个著名的案例外，这些多元化并购交易的记录并不突出。不过，在那些向较近领域发展的企业中，多元化并购交易都取得了更为理想的结果。公司通过实施横向并购成功地提升了市场份额，甚至通过实施纵向并购获得了其他的经济利益。不幸的是，有些企业是由于管理层的自负或者骄傲情绪而发生并购行为。这些因素和其他一些因素，如提高管理水平、获取税务收益都可能形成并购的动机。我们将分别分析这些动机及其对股东财富的影响。

企业成长

企业成长是并购行为最基本的动机之一。寻求扩张的企业面临两种选择，进行内部扩张或通过并购获得成长。内部扩张可能是一个充满了不确定性的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缓慢过程。通过并购获得成长则要快得多，尽管它也会带来自身的不确定性。企业可以在本行业内发展，也可以超出现有的经营范围。超出现有的经营范围就意味着实现了业务多元化。由于多元化在金融领域是一个颇具争议的话题，我们将在本章后面部分单独对它进行讨论。在这一节中我们重点讨论企业在自身所在行业内的成长。

如果公司寻求在本行业内实施业务扩张，它们可能会认为，通过企业内部发展并不是一种可行的选择。例如，如果公司面对的发展机会只能保持有限的一段时间，选择缓慢的内部发展方式可能就会丧失这个机会。在公司通过内部扩张缓慢发展的时候，竞争者可能会快速作出反应，并占有市场。公司原来可能具有的优势就会随着时间流逝而消失，或者由于竞争者的行动而减少。唯一的解决方法就是并购一家公司，利用其现有的资源如办公设施、管理层和其他资源。很多机会如果不及时采取行动就会稍纵即逝。例如，一家公司可能开发出一种新产品或者新工艺，并且对竞争者具有时间优势。但是即使该公司为此申请了专利，它也不能够阻止其他竞争者在不侵害其专利权的情况下，开发具有相应竞争力的新产品或新工艺。再如，企业设计了一种新的分销概念，并因此拥有一定的时间优势，但是如果不迅速利用这种优势，这种机会很快就会丧失，并被其他资源丰富的大型竞争者拥有。

案例研究

强生公司——通过并购战略实现公司成长

强生公司是一家经营多种保健产品的企业。在1995—2005年间，它发起了50多项并购交易，来部分实施它的并购战略，达到扩大业务规模的目的（见表A）。这一战略与其他行业中的企业实施的并购战略相似，那些行业如计算机软件行业也处于不断变化中，并且创新成果不断涌现。价值550亿美元的强生公司并不是通过内部努力来取得在各重要创新领域的领先地位。在试图紧紧跟上那些已经开发出成功产品的企业的过程中，强生公司没有将时间浪费在一次又一次不成功的内部试验上，而是仅仅寻找那些已经证明成功的产品及其企业。不过，强生公司并没有对这类交易支付溢价。实施该战略仅仅意味着强生公司有时候可能会购买竞争对手，而不会利用内部发展来超越它们。例如，1996年强生公司以18亿美元收购了提供医疗支架业务的科迪斯公司（Cordis）。但这次交易并没有实现强生公司在该细分市场的领先地位，因此它再次诉诸并购交易，以254亿美元出价（最初的出价）收购市场领先者佳腾公司。这可能是强生公司在其并购历史上报出的最高价格。不过，后来由于佳腾公司法律诉讼债务的曝光，强生公司降低了它的收购价格，而佳腾公司也最终被波士顿科学公司收购。在对佳腾公司的收购失败之后，资金充裕的强生公司以160亿美元收购了辉瑞公司的消费品部门。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A　　强生公司通过并购策略实现增长：1994—2005 年

被收购公司	主要市场	年份	交易规模（10 亿美元）
佳腾公司	埋植剂	2005	25.4
阿尔扎公司	药物配送	2001	12.3
森托克公司（Centocor）	免疫疾病	1999	6.3
Depuy	整形外科器材	1998	3.6
Scios	心血管疾病	2003	2.4
科迪斯	血管疾病	1996	1.8
英伯肯医学生物技术有限公司（Inverness Med. Tech.）	糖尿病自理	2001	1.4
露得清（Neutrogena）	护肤与护发	1994	0.9
Closure	局部伤口	2005	0.4
Biopsys Medical	乳腺癌	1997	0.3
Peninsula Pharmaceuticals	高危传染病	2005	0.3

如果公司打算将经营范围扩张到另一个地区，它也可以采取并购措施。这种情况可能是国内一家地区性公司希望开发本国其他地区的市场；或者是一家全国性公司打算把市场扩张到其他国家，如一家美国公司打算将业务扩张到欧洲市场。在很多情况下，通过并购实现地理扩张比内部发展要快得多，并且风险更小。尤其是在国际扩张中，成功地开拓一个新市场需要许多因素的支持。公司需要了解新市场上的所有细微差异，招募新的员工，跨越语言、风俗文化等许多障碍。内部扩张会更加缓慢并且困难重重。兼并、收购、合资和战略联盟则会是最快的并且风险最小的选择。

通过并购在一个增长缓慢的行业内实现成长

管理层常常处于展现公司成功增长趋势的压力下，在曾经拥有快速增长历史的公司及行业中尤其如此。但是，当某一行业的产品和服务的需求下降时，该行业的企业就很难保持快速的增长趋势。如果发生了这种情况，公司管理者通常利用并购方式来保持增长趋势。人们通常希望，并购交易不仅能够带来收入增长，而且能够通过协同收益提高盈利能力。不幸的是，通过简单加总各并购目标公司的收入来实现收入增长很容易，但要提高整个企业的盈利能力却不是一件容易的事。事实上，我们可能会认为，尽管并购可能会带来协同收益，但也会对管理层经营较大规模企业的能力提出更高的要求。管理层需要确保更大规模的收入能够带来相对应的利润增长和股东收益。如果不能带来相应的利润及股东收益，那么通过并购战略实现的增长就没有提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高股东的权益。而且如果管理层迁就公司，任其缓慢增长的话，投资者的状况反而会变得更好。

案例研究

香料和香精行业——运用并购在一个缓慢增长的行业里实现成长
（国际香料香精公司收购普博雅香料公司）

在20世纪90年代，香料和香精业的发展明显放慢，该行业为其他行业提供中间产品。随着终端消费品的需求下降，对香料这类中间产品的需求也随之减少。食品生产商依赖包括香料开发商在内的各种供应商的支持来开发新产品或升级老产品。冷冻食品业就是这样一种情况。随着微波炉的出现，冷冻食品业增长迅猛。不过，当这一创新领域达到它的顶峰后，冷冻食品业的增长也开始放慢。服务于冷冻食品业的企业也感受到其增长放慢带来的影响，即由于其产品的需求减少，生产商为了提高自身的利润，增加压力要求供应商在价格上作出让步。面对缓慢的发展趋势，香料和香精行业最大的企业之一——国际香料香精公司（IFF）收购了规模大约是其1/3的竞争企业——普博雅香料公司（Bush Boake Allen）。从表面上看，收购普博雅只使IFF的规模扩大了1/3，但这已使一个处在缓慢增长行业内的企业表现出巨大的发展势头。

更理想的目标是企业成长还是提高收益?

人们基本上对管理层和董事会以实现公司的发展作为主要目标没有异议。虽然通常没有人质疑这个目标的合理性，但管理者仍然需要确定公司发展能够为股东带来好的收益。很多时候，公司规模保持不变时也能继续产生令人满意的收益，但管理层却选择了追求规模的不断扩大。[①] 董事会需要重点考察发展给公司带来收入的预期盈利能力，并且确定这种发展是否值得所花成本。以首席执行官菲奥里纳（Fiorina）离任后的惠普公司（Hewlett-Packard）为例。2002年该公司以190亿美元巨资收购了康柏公司（Compaq），但惠普公司很快发现，在其所经营的几个业务部门中只有印刷部门处于行业领先地位。当时惠普公司的收入超过了800亿美元。作为研究案例，我们假定该公司的目标是每年增长10%，即每年将新增大约80亿美元的收入。那么，为满足管理层的增长目标，公司需要每年新增相当于一家大公司的收入规模。惠普公司的大部分业务来自个人电脑（PC）市场，而该市场竞争激烈，产品价格在不断下降，并且收益率极低。考虑到这一事实，人们就不得不怀疑这种收入增长产生于何方，以哪种价格出现。如果公司精简规模，并且集中经营更易管理的单一业务的话，公司的状况是不是会更好？它是否应该像PC业务的开拓

① Andrew Campbell and Robert Park, *The Growth Gamble* (London: Nicholas Brealey International), 2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者 IBM 公司那样放弃 PC 业务呢？该公司曾在 2005 年中期将其 PC 业务全部出售给中国的联想集团。

国际发展和跨国收购

在某一国际市场上取得成功后，企业可能将跨国并购作为一种获得收入和利润的方式。国内可以获得的收入在逐渐减少，利用跨国并购就成为进入其他市场的一种有利方式。通过跨国并购，收购者可以利用目标公司所在国的知识、人力和分销渠道。但关键是，每一次收购取得的收入经风险调整后是否会高于所投资资本的机会成本。

欧洲共同市场的出现减少了跨国障碍，引起了欧洲范围内跨国交易的泛滥。一些亚洲市场仍存在抵制外国收购者的现象（尽管有迹象表明这种现象正在发生变化），这些地区的跨国并购规模明显较小，预计未来这些人为的市场管制被取消后，跨国并购规模将要大得多。

汇率在国际收购中发挥了重要作用。当收购公司所在国的货币升值时（相对于目标公司所在国的货币），因持有的货币具有更高的价值，收购方就能够提供较高的溢价，目标公司则将很难拒绝这一溢价。哈里斯和雷文斯克罗夫特（Harris and Ravenscraft）运用来自 1970—1987 年期间的样本进行了研究，表明外国收购方提供的溢价高出国内收购方 10%。① 他们将较高的溢价归因于货币价值差异。有意思的是，他们也发现研发原因能够解释大约一半的涉外交易。

案例研究

国际发展和酒店产业

2006 年 1 月，希尔顿酒店（Hilton Hotels Corp.）宣布以 57 亿美元要约收购希尔顿集团有限公司（Hilton Group PLC）拥有的国际酒店业务部门。具有讽刺意味的是，在 1964 年希尔顿将其国际酒店业务分离出去之前，这两家公司同属于一家企业。由于万豪国际酒店集团（Marriott International，Inc.）和喜达屋酒店&度假村国际集团（Starwood Hotels and Resorts Worldwide Inc）采取了国际化扩张策略，部分为了回应这两家主要竞争对手，希尔顿公司也打算到美国境外扩张业务。

合并后，两家酒店均以希尔顿名义经营，使希尔顿可以在全球范围内提供国际化特许经营网络。希尔顿酒店的经营可以追溯到 1919 年，其时康拉德·希尔顿（Conrad Hilton）开了第一家酒店。1964 年，该公司被一分为二，被分开后形成的两家公司同意互不竞争。不过，20 世纪 60 年代的市场机会与 21 世纪完全不同。现在的市场更具有全球化特点。能够提供实实在在全球性服务网络的酒店可以撬

① Robert S. Harris and David Ravenscraft, "The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U. S. Stock Market," *Journal of Finance*, 46, 1991, 825-844.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动一个市场的顾客来为另一个市场提供收入。例如，一些熟悉希尔顿品牌的美国旅行者在国外寻找酒店服务时，他们更有可能选择住在希尔顿特许店，而不会住在其他不熟悉的酒店。

在酒店行业日新月异时，一时间并购现象也出现了。连锁酒店开始销售特许经营权，并且开始注重进行品牌营销和酒店管理。酒店要发展某个品牌，它们通常只会保留那些与公司努力保持的标准一致的特许经营店。例如，2005 年，希尔顿以 10 亿多美元卖掉了 20 多家酒店。①在希尔顿及其他公司出售许可经营权的同时，有更多家许可经营店进行了并购。这也意味着该项交易发生后，在当前的国际希尔顿网络下保留新收购的酒店的同时，可能会卖出一些特许经营店。

① Peter Sanders, "Hilton Hotels Seek Global Reach," *Wall Street Journal*, December 30, 2005, A3.

针对各种类型的并购交易，我们需要考察市场的反应，并且与国内交易进行比较。杜卡斯和特拉佛罗斯（Doukas and Travlos）发现，与许多国内并购交易不同，收购方在购入它们未曾涉足的国度内的目标公司时获得了正的（尽管统计上并不显著）收益。有意思的是，如果收购方在目标公司所在国从事过经营活动，收益却是负的（尽管在统计上也不显著）。[1] 如果公司已经在某市场内从事经营活动，并且已经利用一些可能实现收益的机会，那么，对于公司在该市场内通过增加其他部门来实现更多的收益，投资者可能并不抱太大希望。

伽基西、赫塞尔和坦登（Cakici, Hessel and Tandon）对 1983—1992 年间发生的 195 项并购交易进行了研究，分析了并购交易对股东财富的影响情况。[2] 他们比较了外国公司收购美国公司和美国公司收购外国公司这两组并购行为对股东财富的影响，发现收购方为非美国公司时，股东在前后十天内产生的收益仅在 2%的概率下统计显著，而收购方为美国公司时股东收益却出现了负值，后一种现象在并购中经常见到。

马基德斯和奥尼俄（Markides and Oyon）对一个包括 236 项交易的样本进行了研究，对比了美国公司收购欧洲公司（189 项）和收购加拿大公司（47 项）两种情况对股东财富的影响情况。他们发现收购了欧洲大陆公司的企业取得了正的交易效果，而目标公司为英国或加拿大的公司时则没有这种正效应。[3] 艾克波和索伯恩（Eckbo and Thorburn）在对 1962—1983 年间发生的 390 项与加拿大公司相关的并购交易进行分析时，也发现了美国公司在收购加拿大公司后产生了负的股东财富效应。[4]

① John Doukas and Nicholas G. Travlos, "The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholder's Wealth," *Journal of Finance*, 43, December 1988, 1161-1175.

② Nusret Cakici, Chris Hessel, Kishore Tandon, "Foreign Acquisitions in the United States: Effect on Shareholder Wealth of Foreign Acquiring Firms," *Journal of Banking & Finance*, 20, 1996, 307-329.

③ C. Markides and D. Oyon, "International Acquisitions: Do They Create Value for Shareholders?" *European Management Journal*, 16, 1998, 125-135.

④ Epsen Eckbo and K. S. Thorburn, "Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (1), March 2000, 1-25.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莫勒和施林格曼的研究进一步强调了这一事实，即美国公司收购非美国公司可能会比美国公司之间的并购交易风险更大。① 他们研究了 1985—1992 年期间发生的 4 430 项并购交易，发现追求跨境收购的美国企业获得的收益要低于那些只收购美国公司的企业。

我们生活在一个日益全球化的世界中，这个事实加大了企业实现真正全球化经营的压力。收购其他国际市场上的企业是实现这种全球化经营的最快捷的方式。进入新的市场会出现其他的特殊风险，这就可能解释了许多美国企业收购非美国企业后业绩并不理想的原因。对于跨国并购产生的学习效应可能会提高并购后公司的经营业绩这一点，希望其他研究能在一定程度上予以揭示。

案例研究

汽车产业的国际多元化

在过去的 20 年里，很多大型汽车公司进行了跨境并购交易，以试图开拓本国以外的市场。事实上利用这种方式进行扩张的历史已经远远超过了 20 多年。但是，在两次最大的并购浪潮中，随着并购步伐的加快，汽车产业和其他产业一样也开始了自己的并购交易。

当我们回顾这些并购活动时，可以看到很多交易的结果令人大失所望。汽车产业并购交易史上最著名的败笔可能是 1998 年戴姆勒公司（Daimler）对克莱斯勒公司（Chrysler）的收购。克莱斯勒公司在该项并购交易发生的当时还是盈利的，但是市场却逐渐发生了变化。并购后，由于顾客品味的变化，克莱斯勒公司很多盈利的汽车和运动型多功能车（SUV）的销售额下降了。在一意孤行的总裁约根·施伦普（Jurgen Schremp）的领导下，戴姆勒 & 克莱斯勒从来都不承认该项交易是失败的，即使是在 2001 年该公司发生了令人震惊的损失。① 忧心忡忡的戴姆勒努力解决克莱斯勒方面存在的问题，它做到了，但其代价是人们不再青睐它们最成功的豪华品牌梅赛德斯（Merceds）。② 各种梅赛德斯品牌汽车，例如 E 和 M 类色当斯汽车都出现了质量问题，并且梅赛德斯开始在其主要竞争对手——宝马（BMW）前失去市场。事实上戴姆勒公司在收购克莱斯勒公司方面的失误并不是它所犯的唯一错误，对日本三菱商事（Mitsubishi）的投资同样充满了问题。

在国际并购交易中发生损失的汽车公司并不只戴姆勒一家。通用汽车公司也进行了一系列的国际并购活动，以在全球范围内扩张业务，但是很多并购活动都损失惨重。或许对于通用汽车公司来说，最棘手的是对菲亚特公司（Fiat）的投资。菲亚特公司是一家已陷入困境的意大利汽车制造商，如果通用汽车公司终止合约，菲亚特公司有权要求通用汽车公司赔偿 20 亿美元。随着菲亚特公司财务问题的日积月累，通用汽车公司被迫向它支付了 20 亿美元，而与此同时，通用汽车

① Sara B. Moeller and Frederick P. Schlingemann, "Are Cross-Border Acquisitions Different from Domestic Acquisitions? Evidence on Stock and Operating Performance for U. S. Acquirers," *Journal of Banking and Finance*, (forthcoming).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司自身也遇到很多其他财务问题。[3]除此之外，通用汽车公司进行的其他全球并购交易也陷入困境，它在俄罗斯汽车市场的投资困难重重。

福特公司（Ford）也为并购结果苦恼。为了将业务扩张到欧洲市场，它收购了该地区的一些公司。同时，福特公司还向美国第二大汽车制造商提供诸如捷豹（Jaguar）这样的豪华品牌。捷豹品牌世界知名，是福特主流汽车集团（Ford's Premier Auto Group）的核心部分，但却没有为福特公司创造利润。福特公司一度在其主打市场——美国频频遭受劳工合同烦扰和激烈的外部竞争，但是它还不得不继续向收购的捷豹公司投入资金，而该并购项目已经被证明是失败的，并且每期都在发生亏损。

日本汽车制造商也打算主要运用并购方式，实施向美国扩张的策略。毋庸置疑，它们将不断地从大型美国汽车公司中夺取市场。丰田公司（Toyota）和本田公司（Honda）在美国开设了分公司，由于没有加入工会组织，无需承担美国汽车制造商所承担的那部分劳工成本，因此，与美国汽车公司相比，它们具有很大的成本优势。多年来丰田公司一直在研究福特公司和通用汽车公司的制造业务，运用内部成长策略，丰田公司已稳步地从其高成本的美国竞争对手中夺取了市场份额。由于美国汽车公司必须承担非常高的劳工成本，因而并不吸引日本公司对其进行收购。日本公司通过在远离底特律市的地方建立新的分支机构，运用它们的成本结构优势，就能够在美国市场实现稳步扩张。

① Bill Vlasic and Bradley A. Stertz, *Taken for a Ride: How Mercedes - Benz Drove Off with Chrysler* (New York: William Morrow), 2000.

② Patrick Gaughan, *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It* (Hoboken: NJ: John Wiley & Sons), 2004, pp. 306 - 316.

③ "G. M. Warned of a Cut in Debt Rating," *New York Times*, February 15, 2005, late ed., Business/Financial Desk, sec. C, col. 5, p. 2.

协同效应

“协同效应”（synergy）这一术语通常与物理学联系在一起，与经济或金融的联系似乎不那么紧密。协同效应是指两个物体或因素结合在一起会产生综合效应，这种综合效应要比两者独立运作的效果之和更加显著。例如，化学上的协同效应是指两种化学物质混合在一起能够产生强烈的反应，并远远超过它们各自的效果之和。简单地说，协同效应就是指“2+2=5”的现象。在并购中，协同效应是指企业通过合并后获得的盈利能力要高于原有各企业的总和。

由于预期会存在协同效应，企业承担并购过程中发生的费用，并且向目标公司的股东提供一定的溢价。协同效应使合并后的企业显示正的净收购价值（net acquisition value，NAV）。

$$NAV=V_{AB}-[V_A+V_B]-P-E \quad (4—1)$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中，

V_{AB}——两个公司合并后的价值；

V_B——B公司的价值；

V_A——A公司的价值；

P——向B公司支付的溢价；

E——并购过程中发生的费用。

将式（4—1）进行重新排列可以得到：

$$NAV=[V_{AB}-(V_A+V_B)]-(P+E)$$

括弧中的结果表示协同效应，该结果必须大于$P+E$才值得进行并购。如果括弧内的结果不大于$P+E$，那么收购公司就向目标公司支付了过高的价格。协同效应应该包括哪些因素？一些研究者从广义角度来看待协同效应，将对被收购公司实施更加有效的管理来消除管理的无效性也包括在协同效应内。① 尽管以这种方式定义协同效应有其合理性，但本章仍从较窄的范围来考察这一概念，并将因管理带来的收益进行单独处理。这种方法与协同效应最常用的定义一致。②

最主要的两类协同效应是经营协同效应和财务协同效应。经营协同效应（operating synergy）包括两种形式：收入的提高和成本的减少。这些收入的提升和效率收益或者规模经济可以来自横向并购或纵向并购。财务协同效应（financial synergy）是指合并一家或多家公司可能会降低资金成本。

案例研究

阿利杰斯公司——从未实现的协同效应

阿利杰斯公司（Allegis Corporation）是一个经典的案例，它具有产生协同效应的各种理由，却从来没有实现过协同效应。阿利杰斯的概念是由阿利杰斯公司首席执行官理查德·费里斯（Richard Ferris）提出，他是从该公司的前身联合航空公司（United Airlines）中提拔出来的。

费里斯的梦想是构建一个能够为顾客提供囊括航空旅行、酒店和汽车租赁服务等在内的多元化旅行服务公司。因此，1986年6月，联合航空公司以5.87亿美元从美国无线电公司（RCA）手中收购了赫兹汽车租赁公司（Hertz Rent a Car）——人们认为该价格包括了溢价。除了买下泛美航空及太平洋航线以外，费里斯还从环球公司那里以9.8亿美元购买了希尔顿全球连锁酒店。1987年3月31日购买的希尔顿国际酒店也被认为是非常昂贵的。

① Paul Asquith, "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns," *Journal of Financial Economics* 11 (1-4), April 1983, 51-83; and Michael Bradley, Anand Desai, and E. Han Kim, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy," *Journal of Financial Economics* 11 (1-4), April 1983, 183-206.

② Michael Jensen and Richard Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics* 11 (1—4), April 1983, 5-50.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早在1970年联合航空公司就已经收购了威斯汀（Westin）全球连锁酒店，当时仅支付了5 200万美元。1987年2月18日，联合航空公司更名为阿利杰斯公司。阿利杰斯的战略是向顾客提供“一站式”的旅行服务。仅打一个电话，顾客就可以在同一家公司内部预订航程、酒店和汽车租赁服务。阿利杰斯公司希望构建一个网络，将各种交叉折扣、航程奖励和其他促销措施结合在一起，并且引入一个新的计算机系统——便捷存储（Easy Saver）。通过该系统，顾客能够在阿利杰斯公司网站上查询价格和进行预订，所有的旅行服务都可以通过阿利杰斯的信用卡进行支付。利用联合航空公司的阿波罗电脑预订系统——这是航空产业最大的预订系统，旅行代理商可以保证阿利杰斯的航空、酒店和汽车服务比其他任何竞争者的产品优先到达顾客面前。

尽管这个概念颇具吸引力，但顾客和市场却反应冷淡。在股票市场为投资者提供了骄人的回报的同时，阿利杰斯股票价格却在下降，1987年2月，它的股票价格在50美元上下的中低位徘徊。不过，当纽约投资公司康尼斯顿合伙公司（Coniston Partners）收购该公司的股份达到13%时，市场给予了回应。康尼斯顿打算将阿利杰斯旅行网络部分全部出售，并且将收益全部发放给股东。1987年4月1日，阿利杰斯公司推出了一项大型资本重组计划，通过发行新债筹集30亿美元资金，来发放每股60美元的特殊股利。实施资本重组计划的目的是支撑公司的股票价格，同时争取股东支持公司抵制康尼斯顿的计划。联合航空公司飞行协会（United Airlines Pilots Union）支持阿利杰斯的资本重组计划，购买了航空公司的股份，并售出了非航空的股份。

对首席执行官费里斯的压力不断累积，最后公司不得不召开董事会核心会议。董事会主席查尔斯·卢斯（Charles Luce）表示，董事会关注公司股价上涨，“认为市场希望阿利杰斯需要打破现有格局，并且放弃现有的战略”。尽管外部董事在公司实施并购计划时给予了费里斯支持，但他们现在认为费里斯妨碍了公司实施重组计划。卢斯说：“当前没有哪个董事会能够持有与那些推选了自己的人相对立的观点。”最后，阿利杰斯公司的赫兹分公司主席弗兰克·A·奥尔森（Frank A. Olsen）取代了费里斯的职位。①

有很多管理层希望为消费者构建“一站式商店”，但却没有被市场所接受，阿利杰斯公司只是其中的一个例子。西尔斯（Sear）的多样化并购（见本章结束时的案例研究）和花旗银行的相关并购都属于这类失败的例子。董事会对市场情况应该了解得更清楚，但在允许管理者白白浪费资源企图建立超级王国这件事上却显得过于被动。

① Arthur Fleisher Jr., Geoffrey C. Hazard Jr., and Miriam Z. Klipper, *Board Games: The Changing Shape of Corporate America* (Boston: Little, Brown, 1988), p. 192.

经营协同效应

提高收入的经营协同效应

与降低成本相比，提高收入的经营协同效应可能更难以实现。两家公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合并后可能会产生提高收入的新机会。[①] 产生新机会的渠道有很多，但是各种并购交易的机会表现并不相同。并购双方产品的交叉营销机会可能会带来收入的增长，因为产品线的扩张，每家公司都可以向其现有的顾客销售更多的产品和服务。

交叉营销有提升并购双方收入的潜力，因此能够使并购双方迅速提高收入。我们可以对达到收入提高协同效应的众多方式进行简单的介绍。如果一家公司拥有知名品牌，其他并购伙伴的产品线就可以利用它的品牌效用。再如，并购双方中，如果一家公司拥有强大的分销网络，而另一家公司拥有市场潜力大的产品，它们就可以抓住机会在竞争对手之前将这些产品推向市场，从而实现收入提高协同效应。尽管产生收入提高协同效应的机会有很多，但有时候这些机会还是难以实现。将收入提高效应进行量化并计入价值评估模型就更加困难。因此，人们在并购计划中通常只强调与成本相关的协同效应，对潜在的收入提高协同效应却只进行讨论而不予以明确界定。在两家公司的合并过程中，人们很容易指出哪些设备可以重复利用，却很难说明如何通过合并来使两家公司的收入实现增长。人们通常模糊地指出并购可能会带来收入增长从而实现收益，但这种收益从来没有被明确地量化过。这也是某些并购交易的预期利润不能被准确地预测出的原因之一。同样，由于不能具体量化收入提高效应，人们就很难对并购交易进行周密的安排。一个典型的例子是，历史上曾发生的一项最大的并购交易，即 2002 年美国在线与华纳时代的并购，就由于计划模糊与不周详而造成了灾难性的后果。

成本降低的经营协同效应

并购的策划者倾向于将成本下降作为经营协同效应的主要来源。成本降低的原因可能是由于实现了规模经济（economies of scale），即公司经营规模扩大引起单位成本下降。

制造业企业，尤其是资本密集型企业通常产出水平低、单位经营成本高。由于经营所需生产设备产生的固定成本需要分配到各产品上，随着产量增加，单位成本也随之下降。有时候这种固定成本分摊被称为管理费用分配（spreading overhead）。规模经济还会从其他方面实现收益增长，如员工及管理者的专业水平得到提升、资本设备被更加有效的利用，这些在低产量水平上是不可能实现的。企业在某个产量范围内会持续发生规模经济现象，但超出这个范围之后就会进入规模不经济阶段，这时单位成本也开始随之上升。规模不经济产生的原因是，企业为协调更大规模的生产经营会产生较高的成本及其他一些问题。规模不经济存在的程度问题是许多经济学家争论的话题。有些

---

① Mark N. Clemente and David S. Greenspan, *Winning at Mergers and Acquisitions: The Guide to Market-Focused Planning and Integration* (New York: John Wiley & Sons, 1998), p. 46.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济学家以一些持续增长的大型跨国公司为例证，如美孚公司和通用汽车公司，这些公司在规模不断扩张的同时还向股东支付了可接受的投资回报。其他经济学家则认为，如果这些公司的规模更小一些，效率更高一些，它们将能够向股东提供更高的投资回报。

图 4—1 描绘了规模经济和规模不经济的情况，图中显示在最佳产出水平下单位成本最低。这意味着通过横向并购，竞争性企业可以扩大收购公司的经营规模，降低单位成本。

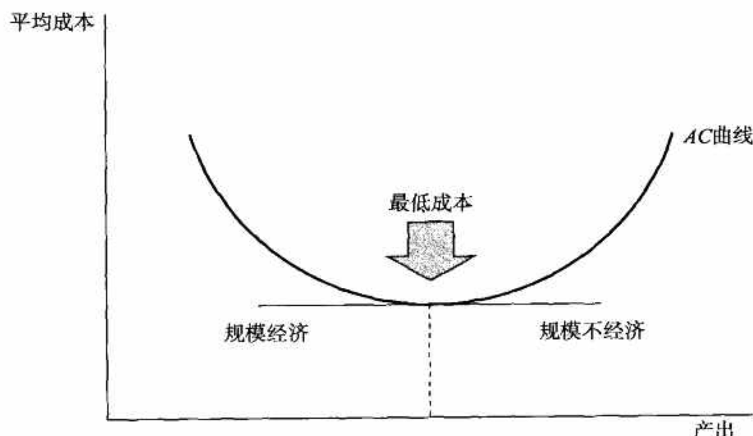


图 4—1　规模经济与规模不经济

案例研究

海运业的合并和对规模经济及其他协同效应的追求

在海运业发生的一系列并购活动中，有几起并购活动是为了追求规模经济，包括 1989 年公主邮轮公司（Princess Cruises）收购西特马邮轮公司（Sitmar Cruises）和 1994 年雷迪森钻石运输公司（Radisson Diamond）并购七海邮轮公司（Seven Seas Cruises），这些合并是为了实现海运路线的联合，在降低单位成本的同时，以更多的客轮、床位和路线的形式提供更加广泛的服务。海运产业认识到，一个既定规模的销售队伍能够服务于更多的游轮和路线。他们发现，海运公司在合并后并不需要维持原有规模的管理设施和销售队伍。例如，每家海运公司都有自己的区域销售经理，这些经理负责与当地的旅行代理机构联系。当一家海运公司购买了另一家海运公司后，只需一家公司的销售队伍就能够同时服务于合并后的两条线路。这就使得进行收购的公司能够以比目标公司更低的成本获取其原本可能获得的收入。

另一个与海运并购相关的规模经济例子是营销经费的使用。部分由于其舰队规模庞大，公主邮轮公司能够开展全国性电视广告宣传。一家海运公司必须具备一定规模，进行全国电视广告宣传才具有合理性。通过收购航线相近、规模相当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的西特马邮轮公司，公主邮轮公司能够在全国范围内营销它的“爱心船只”主题产品，显示它们船队特色的电视表演也很受大众欢迎。通过这次并购，公主邮轮公司还能够在迅速提升航运能力的同时订购新的客轮。在新客轮到达之后，它卖掉了西特马邮轮公司的部分旧客轮。收购西特马邮轮公司为公主邮轮公司抓住机会快速实现扩张提供了捷径。在海运行业，小型海运公司由于规模太小，没有足够的客轮来有效分摊全国性电视营销所花的各项费用，因此很难与大型海运公司竞争，这样它们不得不转向其他营销方式，但这些营销方式在引起顾客认知度方面远远不及电视广告有效。因此，并购也是使公司建立足够大的收入基础、从而有能力像其他大型竞争对手那样使用昂贵的营销媒体的一种方式。与规模经济相联的营销优势有助于解释20世纪80年代和90年代该行业发生的公司合并现象。这些合并产生了两家大的竞争对手——嘉年华公司（Carnival）和皇家加勒比公司(Royal Caribbean)。

嘉年华，这家原先就拥有低价格、大市场的海运公司，通过实施一项广泛的收购计划成为该行业最大的公司。有意思的是，它能够收购“高端”海运公司，如西伯尔（Seaborne)，而不会对高价格海运公司的质量和声誉等产生任何负面影响。这是因为嘉年华经营单一品牌，并且在收购后没有改变营销方式。通过这种幕后对顾客的潜在影响，嘉年华提高了协同收益。

2003年P&O集团的公主邮轮公司和嘉年华公司合并，合并后的公司牢牢地占据了该行业的领先地位。这就是当初皇家加勒比——该行业排行第二的游轮公司试图以高于嘉年华的价格收购西伯尔公司的原因。并购的结果是，目前的嘉年华集团由原先的卡纳德海运（Cunard Line)、嘉年华、菁英游轮（Costa Cruises)、贺兰德美国（Holland American)、西伯尔、风之星（Windstar）和现在的公主邮轮组成。

长期以来，一些实证研究支持了可以利用并购达成规模经济的说法。例如，里斯特伯格和西格尔（Lictenberg and Siegel）发现，控制权发生变化后公司的经营效率有所提高。[①] 事实上，他们发现那些经营效率最低的公司最有可能发生所有权的变化。近期也有一些研究支持了这些发现。沙鲁（Shahrur）考察了1987—1999年间发生的463起横向并购交易和要约收购交易的收益情况，他发现合并后的收购/目标公司产生了正的收益率，这意味着市场认为这些交易是提高效率的。[②] 这些结果也与菲和托马斯（Fee and Thomas）在分析1980—1997年间发生的554起横向并购交易中发现的市场反应（前后三天内3.06%的正收益）一致。[③]

① Frank Lictenberg and Donald Siegel, "Productivity and Changes in Ownership of Manufacturing Plants," *Brookings Papers on Economic Activity*, 3, 1987, 643-683.

② Husayn Shahrur, "Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers and Corporate Customers," *Journal of Financial Economics*, 76, 2005, 61-98.

③ C. Edward Fee and Shawn Thomas, "Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms," *Journal of Financial Economics*, December 2004, 423-460.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，并不能由于一些证据表明并购与规模经济相关，我们就认为并购是达到规模经济的最佳途径。这种推断并没有得到经济学研究的支持。

另一个与规模经济紧密相关并且有时与之混淆的概念是范围经济(economies of scope)，范围经济是指企业利用一组投入要素生产出多种产品和服务的能力。银行业是出现范围经济的一个很好的例子。在解释银行业的各种并购案例时，范围经济和规模经济同样重要。① 在第五次并购浪潮中，对这些经济性的追求是银行业内部发生合并的原因之一。

金融机构在合并后能够共享许多投入要素，如信托部门、客户理财产品或者经济分析小组等，并且能够提供更加广泛的服务。规模较小的银行就没有能力承担这些部门的成本。像电脑系统等投入要素可以用来共享处理更多的贷款和存款账户。对于近期解除管制以来发生了越来越多的银行并购案例这一现象，上述收益究竟是真实原因还是充分原因，这是两个完全不同的问题。② 第四次浪潮中发生了大量的银行兼并交易，并且在该行业产生了一个新品种——跨区域银行。收购其他区域性银行是 20 世纪 80 年代跨区域银行发展的主要原因。这些跨区域银行，如第一银行 (Bank One Corporation)、巴尼特银行 (Barnett Bank) 和国民银行 (NationsBank) 已经可以和更大的货币中心银行在很多服务供应上进行竞争。其他银行，例如新英格兰银行 (Bank of New England)，则由于通过并购扩张过快而陷入了财务困境。

在 20 世纪 90 年代，部分跨区域银行，例如国民银行和第一联合银行 (First Union) 不断发展，最后形成了美国最大的两家银行。不过，在第五次并购浪潮中，银行业不断发生合并，跨区域银行与更大的银行兼并或是被更大的银行收购。1996 年第一联合银行收购了第一忠诚银行 (First Fidelity)，与此同时，它还收购了其他几个中等规模的银行。1997—1998 年间，国民银行收购了波特曼银行 (Boatman's Bank)、西格勒特银行 (Signet Banking Corp.) 和巴尼特银行。在 1998 年后期，国民银行和美洲银行 (Bank of America，2002 年更名为美国银行——译者注) 合并，2001 年第一联合银行以 136 亿美元和美联银行 (Wachovia) 合并。

美洲银行体系内的频繁合并已经稳步持续了 25 年。在欧洲也发生了这种合并浪潮，不过次数要少得多，因为甚至在欧盟内部都存在着跨国障碍，这在一定程度上限制了公司兼并的能力。当银行能够以较低的货币市场利率借入资金并以较高的长期利率发放贷款时，就会发放能够获得更多盈利的贷款。当这两种利率之差变窄时，就像 2006 年发生的那样，就会对区域性小银行构成压力，迫使它们提高经营效率和争取更多的收入来源。利差变窄也增加了大银行的成本优势，从而引起大量的区域性银行被出售给规模更大的银行的

---

① Loretta J. Mester, "Efficient Product of Financial Services: Scale and Scope Economies," *Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia*, January/February 1987, 15 - 25.

② Patrick A. Gaughan, "Financial Deregulation, Banking Mergers and the Impact on Regional Business," *Proceedings of the Pacific Northwest Regional Economic Conference, University of Washington*, Spring 1988.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现象。2006年3月，诺斯福克金融公司（North Fork Bancorp）以146亿美元卖给规模更大的第一资本金融公司（Capital One Financial Corp.）就是这种情况。

由于存在大量的获得规模经济和范围经济的机会，银行业并购一般都取得了良好的经营业绩。如果银行能够向顾客提供真正的全国性服务，即使不是全球性的，人们也将从中获益。不过，大银行一些较差的顾客服务产生的成本问题仍然不是很清楚。这会给那些经营灵活的小银行创造机会吗？就像航空业中的捷蓝航空公司（Jet Blue）和西南航空公司（Southwest Airlines）从大航空公司中夺取市场那样，小银行也能获得大银行的部分市场份额吗？但是，银行业与航空业的最大区别是，大型银行是盈利的，而大型航空公司通常很难实现盈利。

银行并购中的成本经济：美国和欧洲的比较

1991年化学银行（Chemical Bank）收购制造商汉诺威信托公司（Hanover Trust）就是一个成功的降低成本的例子。并购交易消息公布时，公司宣布预期能够节约大约6.5亿美元。不过，关闭不必要的部门和减掉多余的支出实际上带来了大约1亿多美元的节约。这次交易的成功部分导致了化学银行在1995年以130亿美元兼并大通曼哈顿银行（Chase Manhattan）。这家银行还在继续并购其他大型金融机构以构建全球最大的银行。2000年9月，J.P.摩根和大通曼哈顿银行合并，4年之后即2004年，摩根大通与第一银行（Bank One）合并。

在过去的25年中，由于行业管制取消，银行业已经进行了很多重大的合并。对第四次浪潮中银行并购的研究表明，合并后的银行并没有表现出获得了重大收益。[①] 例如，休斯敦和赖尼盖尔特（Houston and Ryngaert）分析了1985—1991年间发生的152次银行并购，发现收购公司的平均收益率为−2.25%，而目标公司的平均收益率为14.77%。近期这两位学者研究了1985—1992年的184个并购案例，发现收购公司和目标公司的平均收益率分别为−0.24%和20.4%。[②] 尽管来自第四次并购浪潮的证据不是很令人信服，但是近期更多的实证表明，银行并购确实实现了协同效应，并且该行业没有仅仅因为首席执行官要建立企业王国而进行并购。例如，比彻（Becher）分析了1980—1997年间发生的558起美洲银行的并购交易。[③] 他发现在足够长的时间跨度内，在目标银行股东获得正收益的同时，收购公司的收益率没有明

① J. F. Houston and M. D. Ryngaert, "The Overall Gains from Large Bank Mergers," *Journal of Banking and Finance*, 18, 1155-1176.

② J. F. Houston and M. D. Ryngaert, "Equity Issuance and Adverse Selection: A Direct Test Using Conditional Stock Offers," *Journal of Finance*, 52, 197-219.

③ David Becher, "The Valuation Effects of Bank Mergers," *Journal of Corporate Finance*, 6, 2000, 189-214.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显偏离零值。不过，在20世纪90年代的第五次并购浪潮中，这种情况有所改善，收购方和目标方都获得了正的回报。他由此推断，这些银行并购行为给交易双方的股东而不只是首席执行官带来了真正的收益。

一些研究发现，与美国的银行相比，欧洲的银行能够更成功地实现规模经济，降低并购后的单位成本。运用案例研究，希伯·奥脱尼和姆嘉（Cybo-Ottone and Murgia）发现欧洲的银行在并购后取得了超常的正收益。[①] 这表示市场认识到这种收益的存在，而且银行并购产生的最明显的收益是来自实现规模经济后的成本下降。范德·威内特（Vander Vennett）更直接地指出，1988—1993年间发生的492起欧盟银行并购均出现了平均经营成本下降的迹象。[②] 其他的研究则针对具体的某个欧洲国家。例如，汉弗莱和韦尔（Humphrey and Vale）发现挪威银行并购后经营成本下降了2%，[③] 雷斯蒂（Resti）在对意大利银行并购的研究中发现了大体相似的成本下降幅度，与此同时，海斯和汤普森（Hayes and Thompson）对英格兰银行的并购研究也发现了相同的成本下降情况。[④] 也有研究发现西班牙的银行极少在并购后产生收益。[⑤]在研究1986—2000年间发生的22起西班牙的银行并购时，尽管怀尔维德和汉弗莱（Valverde and Humphrey）发现了同样的结果，但他们指出，在大型并购和那些拥有并购经验的银行并购中，确实存在成本下降的规模收益。[⑥] 这意味着在银行并购市场中确实存在更多的学习效应和银行的"干中学"效应。很多研究指出，20世纪80年代美国的银行并购收益较低，但在90年代却取得了较高的收益，怀尔维德和汉弗莱的结论对于我们思考这一现象具有重要意义。这也意味着在美国市场中可能存在着某些学习效应。

案例研究

美联银行——2005年对范围经济的追求

正如我们所讨论的那样，在过去的20年中，我们现在认识的美联银行已经由一个中等规模的银行发展成为美国的第五大银行。到2005年时，美联银行已经拥

---

① Alberto Cybo-Ottone and Maurizio Murgia, "Mergers and Shareholder Wealth in European Banking," *Journal of Banking and Finance*, 24, 2000, 831-859.

② R. Vander Vennett, "The Effects of Mergers and Acquisition on Efficiency and Profitability of EC Credit Institutions," *Journal of Banking and Finance*, 20, 1997, 1531-1558.

③ D. B. Humphrey and B. Vale, "Scale Economies, Bank Mergers and Electronic Payments: A Spline Function Approach," *Working Paper*, 2002, Central Bank of Norway, Oslo, Norway.

④ A. Resti, "Regulation Can Foster Mergers. Can Mergers Foster Efficiency?: The Italian Case" *Journal of Economics and Business*, 50, 157-169. M. Hayes and S. Thompson, "The Productivity Effects of Banking Mergers: Evidence from the U. K. Building Societies," *Journal of Banking and Finance*, 23, 1999, 825-846.

⑤ J. L. Raymond, "Economias de Escala y Fusiones en el Sector de Cajas de Ahorros," *Papeles de Economia Espanola*, 58, 1994, 113-125; I. Fuentes and T. Sastre, "Mergers and Acquisitions in the Spanish Banking Industry: Some Empirical Evidence," *Working Paper*, 9924, 1999, Bank of Spain, Madrid, Spain.

⑥ Santiago Carbo Valverde and David Humphrey, "Predicted and Actual Costs From Individual Bank Mergers," *Journal of Economics and Business*, 56, 2004, 137-157.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有大量的存款客户，但是缺乏某些竞争对手拥有的广泛的产品线。由于拥有大量的存款客户，美联银行有丰富的资金可以用来发放贷款，但是没有足够的贷款业务机会，例如通过消费贷款将这些资金贷出。在 2000 年，北卡罗来纳州的夏洛特银行（Charlotte）卖掉了业绩欠佳的信用卡部门和抵押贷款部门。它们利用卖出这些业务部门的收入向美联银行提供资金，支持其在 2001 年以 136 亿美元收购第一联合银行。但是，美联银行仍然需要能像其他大银行那样向其客户提供信用卡业务和抵押贷款业务。为了做到这一点，美联银行和美信银行（MBNA）签订了信用卡业务协议，与乡村金融公司（Countrywide Financial Corp.）签订了抵押贷款业务协议。

2005 年后期，董事会决定美联银行不再与美信银行续签五年协议，而是自己直接提供信用卡业务。2005 年 9 月，美联银行决定以 39 亿美元收购威斯特柯布公司（Westcorp，Inc.，威斯特柯布公司拥有大量的汽车贷款业务），通过并购方式来加快向客户提供融资服务并获取收益。这次收购使美联银行很快成为美国第九大汽车贷款商——这个排名与美联银行的市场规模更加相称。此外，美联银行在内部扩张抵押贷款业务的同时，以 8 300 万美元收购了安姆内特（AmNet）这家小型的西海岸抵押公司。[①] 通过内部扩张和外部兼并，美联银行很快就实现了范围经济。

美信银行是美国最大的信用卡发行商，2005 年 6 月被美国银行以 350 亿美元兼并。与美信银行的收购净值相比，对威斯特柯布公司的收购规模相对适中。美联银行也曾与美信银行这家彼此熟悉因此感觉比较安全的公司进行了几次收购协商，但是美信银行的索价超出了美联银行的承受范围，对于风险大于传统业务的项目，美联银行不愿意支付过高的价格。通过买入较小规模的公司，美联银行不用承担大额交易所需的资金风险，并且很快就获得了它所需要的专业知识，如威斯特柯布在汽车贷款方面的技巧。通过这些行动，美联银行实现了更广泛的产品线，而不用承担美国银行在并购美信银行交易中出现的任何风险。只有时间才会告诉人们哪种交易将是最英明的决策。

① David Enrich, "Wachovia Re-Enters the Consumer Finance," *Wall Street Journal*, December 14, 2005, p. B3B.

协同效应和收购溢价

在第 14 章中我们将讨论收购溢价的概念，在控股收购中通常要支付收购溢价。溢价是为了获得控制公司及按比例享受公司收益的权利而支付的超出公司市场价值的部分。收购方通常会以预期的协同效应作为支付溢价的理由。假如过去的某些并购没有出现预期的经营业绩，市场有时候就会质疑这种协同效应的合理性，尤其是在收购方为此支付了超常的高溢价时。协同收益要求收购公司获得诸如绩效提高这类形式的收益来冲销付出的溢价。[①] 人们希望

① See Mark L. Sirower, *The Synergy Trap* (New York: Free Press, 1997), pp. 44 – 81.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易完成后就会实现这些收益。为了使溢价支付更有意义，协同收益的现值（SG）必须超过这部分溢价（P），这种关系可以通过下式表达：

$$P<[SG_1/(1+r)+SG_2/(1+r)^2+\cdots+SG_n/(1+r)^n] \qquad (4—3)$$

其中，r 为折现率，n 为期数。

质疑支付高额溢价的合理性的原因之一是，溢价一般提前支付，而收益却需要经过一段时间后才能获得。实现这些收益所需的时间越长，收益的现值就越低。另外，将协同收益转为现值的折现率越高，高溢价的合理性就越差。如果收购方预计要经历相当长的时间之后才开始出现收益（例如收购方试图融合两个公司的文化，这就必然会往后推移收益的实现时间）；如果收购方用一个高的折现率，并且/或者在接下来的一段时期内不能实现预期收益，这就很难证明高额溢价的合理性。此外，溢价越高，合并后的公司实现高增长的协同收益的压力就越大。

最理想的情况就是公司能够同时实现收入增长和成本降低。如果收购方支付了高的溢价，它就要承担更大的压力来实现更高的收入增长和更多的成本下降。溢价越高，对二者的要求就越高。

在整个过程中，收购方需要注意竞争者的实际反应和预期反应。增长的收入可能是以竞争者的收入下降为代价的。在以损害竞争者的利益为代价，通过并购提升自己的竞争地位时，假定竞争者不会采取任何行动显然是不现实的。如果一个公司通过并购可以显示出绩效的提升，竞争对手也会作出相应的并购计划。想要将众多不同类型的反应模型化可能有点困难，但是仍然需要对它们进行仔细的考虑。我们曾经提到过，但是这里需要再次强调的是，很容易建立一个财务模型显示人们想要看到的所有结果。为了显示收入的增长和成本的降低，我们可以将各种假设纳入第 14 章中的价值评估模型中。当并购后的公司采取措施实现这些理论上的财务收益时，它们会发现，建立财务模型是整个过程中最容易的环节，而通过其他所有的必要步骤实现真正的收益才是最困难的任务。

财务协同效应

财务协同效应是指公司并购对收购公司或并购各方的资金成本的影响。如果公司合并中存在财务协同效应，资金成本就会降低。不过，这种财务协同效应收益是否真正存在一直是公司财务领域内颇有争议的话题。

如前所述，如果两家公司的现金流情况不是完全正相关，那么两者的合并可以降低风险。如果收购或兼并降低了现金流的波动性，资金供给者就会认为该公司的风险较小。如果合并后公司的现金流发生大幅度波动的概率很小，该公司破产的风险也就降低了。

希金斯和沙尔（Higgins and Schall）以债务共同保险（debt coinsurance）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来解释这种效应。[①] 如果两家公司的收入情况不完全正相关，它们合并后破产风险就会降低。在某种环境下某家公司可能会经历破产，但事先很难预测哪家公司会遭遇这种不幸。如果某家公司破产了，其债权人就会遭受损失。但是，如果在财务危机发生之前两家公司合并了，就可以用清偿能力高的公司的现金流入超过偿债需要的部分来弥补另一家公司的现金缺口。经营状况良好的公司的收入可能足以防止合并后的公司陷入破产，进而挽回债权人可能发生的损失。

债务共同保险效应的问题在于，债权人的收益是以股东的损失为代价的。债权人的收益来自风险较小的公司。希金斯和沙尔注意到并购中这些收益的获取是以股东的损失为代价的。这些研究者假定合并后公司提供的总收益（R_T）保持不变，如果这些收益更多地分配给债权人（R_B），那么股东的收益（R_S）必然减少：

$$R_T = R_S + R_B \tag{4—4}$$

换句话说，希金斯和沙尔认为，债务共同保险效应不会创造任何新的价值，只是在企业的资金供应者之间重新分配收益。目前对于这一结论并没有达成共识。例如，卢埃林（Lewellen）曾经推断股东能够从这种合并中获取收益。[②] 不过，其他研究并不支持混合并购比非混合并购存在更多与债务相关的动机的论述。[③] 某些研究表明在银行并购中存在共同保险效应，佩纳斯和优纳尔（Penas and Unal）研究了 66 起银行并购，并考察了这些并购对 282 种债券的影响。[④] 他们发现目标公司（收益率为 4.3%）和收购银行（收益率为 1.2%）的债券都获得了正的回报。一个很有说服力的解释是，大银行可能会“规模过大而难以实施破产”，因为监管者不愿意看到大银行倒闭，并且会对大银行进行干预并提供帮助。

希金斯和沙尔的研究认为，并购后发行新的债务可以部分抵消股东的损失，股东的收益来自支付债务利息所获得的税收减免。嘉莱斯和玛苏里斯（Galais and Masulis）证明了这一结论。[⑤] 与并购前相比，新增债务会提高并购后公司的债务—权益比，并且达到令股东感到满意或者至少是可以接受的水平。随着债务—权益比率的提高，公司就变成了一个具有高风险/高回报的

---

① Robert C. Higgins and Lawrence C. Schall, “Corporate Bankruptcy and Conglomerate Mergers,” *Journal of Finance*, 30, March 1975, 93-113.

② Wilbur G. Lewellen, “A Pure Rationale for the Conglomerate Merger,” *Journal of Finance*, 26 (2), May 1971, 521-545.

③ Pieter T. Elgers and John J. Clark, “Merger Types and Shareholder Returns: Additional Evidence,” *Financial Management*, 9, issue 2, Summer 1980, 66-72.

④ Maria Fabiana Penas and Haluk Unal, “Gains in Bank Mergers: Evidence from the Bond Markets,” *Journal of Financial Economics*, 74, 2004, 149-179.

⑤ Dan Galais and Ronald W. Masulis, “The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock,” *Journal of Financial Economics*, 3 (1/2), January/March 1976, 53-81.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资对象。

如前所述，公司通过并购可以获得规模经济。人们通常认为，在较高的产量水平、相对较小的销售队伍或者共享的分销渠道等因素作用下，生产成本会降低从而产生经济效益。通过并购，也可能出现较低的融资成本和交易成本等财务规模经济。①

在金融市场上，大公司具有降低资金成本的特定优势。它可以更容易地进入金融市场，也容易获得较低的筹资成本，这可能是由于人们认为大公司的风险要比小公司低。因此，大公司可以以低于小公司的利率发行债券，从而获得较低成本的借入资金。除此之外，在证券发行中还有一些固定费用，如在美国证券交易委员会注册的费用、法律咨询费、印刷费等，由于大公司每次发行债券借入的金额往往比较高，这些费用就可以分摊到较多的债务上。

对发行权益证券的分析是类似的，大规模融资的单位货币融资成本要低于小规模融资。此外，与低风险的大公司融资相比，风险较高的融资所需要的销售投入要大得多。在进行这些讨论时，我们假定大公司的风险要小，发生破产或财务危机的可能性要低。但是，如果由几家小公司合并形成大公司后经营效率低下，并且利润开始下降，那么这种合并后的公司规模越大，陷入财务危机的风险就越高。利维和萨耐特（Levy and Sarnat）设计了一个模型，发现两家或多家收入流不完全相关的企业为了降低违约风险而合并后发生了多元化效应。与单个企业或合并前的企业相比，合并后的企业或混合型企业的风险水平降低，这使得资金所有者愿意向其提供更低成本的资金。他们的分析表明，财务协同收益是由于并购产生的一种规模经济收益。

案例研究

财务协同效应——佛罗里达电力和照明公司与群星能源集团

尽管关于财务协同效应假设的合理性仍存在着一些争议，但大量追求该效应的并购交易仍在持续发生。例如，2005 年 12 月，佛罗里达电力和照明公司（FPL Group，Inc.）与群星能源集团（Constellation Energy Group，Inc.）的董事会同时批准了它们之间的金额高达 110 亿美元的股票互换交易。佛罗里达电力和照明公司包括佛罗里达电力和照明设施公司，它提供了集团几乎 3/4 的利润。①进行并购的一个原因是，债券评级机构认为佛罗里达电力和照明公司的风险要低于群星能源公司，因此群星能源公司成为佛罗里达电力和照明公司的成员后将会从中获益。根据风险评级规则，佛罗里达电力和照明公司被评为 A 级，而群星能源被评为 BBB 级。这两家电力公司的业务混合程度是造成这种风险层次和债务评级结果差异的原因之一。佛罗里达电力和照明公司是一家利润主要来源于电力生产和分销的传统电力公司。而群星能源公司的利润则主要来自仍未纳入监管的业务领域，

① Haim Levy and Marshall Sarnat, "Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers," *Journal of Finance*, 25 (4), September 1970, 795-802.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如电力贸易，该业务被认为具有很大的风险，尤其是在安然（Enron）事件之后。因此，尽管群星能源是一家电力设施公司，但是它的传统业务如电力生产和供应只提供了一小部分利润。具有讽刺意味的是，群星能源公司在电力贸易业务方面的竞争对手是大型投资银行如贝尔斯登、高盛集团和摩根士丹利等的分支部门。这些金融机构更容易以优先条件获得资金并在信用市场获得 A 的评级。最终两家电力公司的合并形成了美国最大的电力生产商。更重要的是，合并后群星能源公司能够获得其他途径的资金，以较低的成本来扩张非传统业务。如果与较高风险的群星能源集团的合并没有增加佛罗里达电力和照明公司的其他风险，那么较低的资本成本就会提高公司盈利机会。

① Rebecca Smith and Dennis Berman, "FPL, Constellation Reach Agreement on $11 Billion Deal," *Wall Street Journal*, December, 19, 2005, p. A3.

经营多元化

经营多元化意味着公司向现有产业类别之外发展。在第三次并购浪潮——混合并购时期，这类动机在并购中发挥了重要作用。在 20 世纪 60 年代末期，寻求业务扩张的公司通常是买入其他公司，而不是进行内部扩张。当时出现了一些创新性的财务方法，可以在短期内提高收购公司的股票价格，并且不需要投入多少实际价值，这些创新性的财务方法进一步促进了企业外部扩张的趋势。这些业务多元化的综合性企业之后的表现很差，或者只是表现一般。事实上，很多在 20 世纪 60 年代发展起来的综合性企业，都在 70 年代和 80 年代通过各种分立和剥离解散了。这一集团分解（deconglomerization）过程使人们对建立在扩张基础上的多元化的价值产生了怀疑。

尽管很多公司后悔采取了多元化战略，但有些公司声称它们取得了可观的收益。通用电气公司就是这样一家公司。与其名称所显示的含义不同，现在的通用电气公司已经不再是一家仅仅经营电气方面的企业。经过一系列的并购和剥离，该公司已经发展成为一家多元化的综合性企业，其业务涉及保险、电视台、塑料、医疗器械等多个方面。

在 20 世纪 80 年代和 90 年代，通用电气公司在进行一系列的收购和剥离交易的同时，其收益也在明显增长。市场对这些带来收益增长的多元化并购给予了热烈的反应。

多元化和对行业领导者的收购

通用电气公司收购的公司类型是解释它能够成功实施多元化战略的部分原因。通用电气公司希望在自己涉及的所有行业中都占据领导地位。人们通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常将领导地位解释为市场份额排名第一或第二。像通用电气公司这样的收购者认为，排名第一或者第二意味着公司占据了市场的统治地位，从而比小的竞争对手具有更多的优势。这些优势体现在很多方面，包括分销领导地位带来的更广泛的顾客认知。排在第二层次的企业，如第四位或第五位有时候可能会处于一种不利地位，以致难以产生有价值的回报。在通用电气公司的整体架构中，没有占据领导地位的企业，或者是没有希望以有效的方式获得这种领导地位的企业，就会面临被剥离的危险。剥离后的资源可以用来投资于其他企业，以获取领导地位所产生的收益，或者是用来收购其他行业具有领导地位的企业。

案例研究

通用电气公司——当不能获得领导地位时该怎么办?

在很多行业中，通用电气公司的收购活动都取得了巨大的成功，但在保险业，通用电气公司却很难实现盈利。2005 年 10 月通用电气公司宣布以 85 亿美元将其再保险业务出售给瑞士再保险公司（Swiss Re）证实了这一点。通用电气公司当时的首席执行官、著名的杰克·韦尔奇（Jack Welch）的接任者杰弗里·伊梅尔特（Jeffrey Immelt）表示，再保险业务“对于通用电气公司来说是一项棘手的战略措施”。那项业务在其出售前的 5 年内造成通用电气公司损失了 7 亿美元，并且要求通用电气公司注入了超过 32 亿美元的资本。但是，即使在通用电气公司强大的财力支持下，它的再保险业务也没有像慕尼黑再保险（Munich Re）、瑞士再保险和通用再保险（General Re）那样挤上行业的相对领导地位。不过，这项交易使得当时已拥有 340 亿美元总收入的瑞士再保险公司收购了慕尼黑再保险公司，而后者在 2004 年的销售额还不到 290 亿美元。这两家公司很显然是市场领导者，因为它们的销售额超过了其竞争对手通用再保险公司（106 亿美元）和汉诺威再保险公司（101 亿美元）的两倍多。通用电气公司以通用电气保险方案命名推广其再保险业务，2004 年的总销售额为 82 亿美元。

通用电气公司这家非常成功的企业承认了这次失败，将再保险业务出售给了另一家更善于经营的企业，通用电气公司减少了损失。通用电气公司在此之前就采取过类似措施，售出没有达到预期目标的收购项目。例如，1982 年，它卖掉了市场份额为 10%的特灵（Trane）空调业务，该项业务也是按照通用电气公司的标准进行经营，但带来的麻烦胜过了它的价值。①这种做法反映出通用电气公司良好的管理，管理者知道在什么时候需要止损，并且集中经营他们能够实现更多收益的业务领域，而不会仅仅为了回避向股东承认错误而继续经营已经失败的业务。如果通用电气公司不剥离失败的并购项目，那么所有的并购项目都不会走向成功。企业成功的关键在于要及时认识并承认错误，集中精力发展能够成功的业务。

① Patrick A. Gaughan, *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It* (Hoboken: NJ: John Wiley & Sons), 2004, pp. 51 - 52.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司部门的"投资组合化"管理

还有其他一些例子表明，一些多元化程度很高的公司可以通过收购各业务领域的领导公司来实现巨大的成功。20 世纪 90 年代，位于新泽西州莫里斯镇的联信公司（Allied Signal）就是一个很好的例子，它是一家多元化制造企业，实现了令人瞩目的收入增长和较高的市场价值。首席执行官拉里·博西迪（Larry Bossidy）分析了联信内部各业务部门的业绩后，卖掉了现有或者潜在利润率低于 15%的业务部门。在博西迪的任期内，他在减少业务部门的数量的同时保留并扩张了那些更具有盈利性的部门。在大型多元化公司内，例如通用电气公司和联信公司，业务部门在某种意义上就是公司所做的投资组合。这些投资产生一定的收益，并以股利和资本利得（或者损失）的形式回报给投资者。联信公司自身就是 1985 年联合公司（Allied Corporation）和信号公司（The Signal Companies）合并的产物，1999 年，联信公司与霍尼韦尔公司合并，形成了一家规模巨大的行业巨头。

在第五次并购浪潮中备受关注的一家综合性企业是后来的泰科公司。在其首席执行官丹尼斯·柯茨挪斯基（Dennis Kozlowski）的规划下，泰科公司意图成为第二家通用电气公司。通过多次并购，泰科公司发展成为一家大型综合性企业，主要经营四个业务部门：安全与电子、防火与流体控制、保健与流体控制和金融服务。很显然，金融服务和保健或者安全和防火之间毫无联系。开始市场是欢迎泰科公司的并购计划的，但是某些会计问题，如多次不到 10%股权（需进行实质性披露的持股标准）的小型并购给泰科公司的真实交易规模蒙上了一层阴影。泰科公司甚至在收购加州理工学院金融服务公司之后不久又将它卖出！到 2006 年 1 月，泰科公司的资本市值达到了 620 亿美元，但股票价格却很疲软。最终泰科公司摆脱了市场压力，宣布卖出电子和保健业务，解散了这家综合性企业。

像将证券资产多样化处理的投资者那样，通过收购其他企业寻求发展的公司可以获得某些收益。在金融领域，资产组合理论试图将投资者通过证券组合获取的风险降低收益进行量化。这一研究显然支持这样一种很直观的观点：投资者的明智决策是不要"将所有鸡蛋放在一个篮子里"。不过，如果将这种策略应用到整个公司的资本资产管理，它就不那么具有吸引力了。往往当管理层对现有利润的波动情况感到不满意时，公司就会在现有产业以外寻求多元化发展。波动的收入使公司很难进行常规的股利支付活动，并且给长期计划制造了一种不稳定的环境。金融市场可能会对由于收入下降引起的季度股利减少或取消现象作出负面解释。拥有跨越多个不同经营领域的多元化公司就有助于实现股利支付的稳定性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例研究

达成排名第一或第二位的目标并不是万能药

仅仅是在某个行业达成排名第一或者第二位并不足以保证成功。这种说法在农用机械行业得到了证实。1994 年，凯斯公司（Case Corp.）发现自己在农用机械行业的排名落在了第三位，而且几乎没有希望赶上行业领导者约翰迪尔公司。凯斯公司决定和行业中排名第二的纽荷兰公司（New Holland）合并，以期获得像通用电气公司那样的成功，在各市场占据统治地位，超越较小的竞争对手。1999 年这一价值 46 亿美元的并购交易创立了凯斯纽荷兰全球公司（CNH Global），其销售额几乎可达 110 亿美元。但是，仅仅依靠在市场占据第二位并不能防止合并后的公司在与约翰迪尔公司交手的过程中继续丢失市场份额。自从合并以后，CNH 全球公司一直很难创造利润，它不得不继续努力削减成本，更好地融合两家公司以实现能够产生更多利润的规模经济。

多元化以进入更有利润的产业

希望企业进入比现有产业更有利润的其他领域是管理层选择多元化扩张的部分原因。这种情况可能是现有产业已经进入成熟阶段，或者是产业内部的竞争压力太大，公司几乎不存在提高价格获取超常规利润的可能性。

在寻求进入其他产业以获得该产业更好的获利机会时，某些企业可能会碰到一个问题，那就是不能确定这些获利机会能否在未来延续足够长的时间。现在利润高的产业在未来不一定也有利可图。竞争压力的存在会使各产业的利润率趋于一种长期均衡状态。显然，这并不意味着在任何时候所有产业的利润率都是相等的。促成产业利润率相等的竞争压力也会被其他方面的反向力量所抵消，例如产业的发展，这会使该产业形成高于其他产业的利润率。高于平均利润率的产业如果没有设置进入壁垒，其回报率就会下降，直到达到各产业的平均水平。

经济学理论认为，长期中只有那些难以进入的产业才会产生高于平均水平的收益。这意味着从长期来看，计划通过多元化进入其他产业以获得更高收益的企业将很难成功。由于进入壁垒的存在，进行扩张的企业无法进入那些收益持续高于平均水平的产业，而只能进入壁垒较低的产业。然而在企业进入壁垒较低的产业之后，很可能被迫与其他受该产业暂时性的高回报和低壁垒吸引而来的企业竞争。产业内竞争者的增加将使回报率降低，最终导致扩张性战略失败。

案例研究

蒙大拿电力公司——失败的公司转型

蒙大拿电力公司（Montana Power）是一家已有数十年历史、经营稳定但缓慢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长的电力设施企业。在20世纪90年代，蒙大拿电力公司的管理层开始将它转型为一家电信公司，但结局很悲惨。

蒙大拿电力公司成立于1912年，20世纪30年代开始进入石油和天然气行业，50年代进一步扩张到煤炭行业。它在80年代开始首次进军电信行业，当时利用了AT&T电信公司解散的机会。通过铺设更多的光缆和建设自己的网络工事，蒙大拿电力公司开始慢慢扩大其在电信产业的市场份额。

2001年2月，公司最终以13亿美元卖掉了它的“烦人的”电力设施业务，并将所得收入投入了高成长的电信业务部门——美国连线公司（Touch America）。能源经销业务则以6.12亿美元的现金和4.88亿美元的债务卖给了西北公司(North Western Corporation)。①销售所得资金也被投入美国连线公司用以发展电信业务。2000年8月，泛加拿大石油有限公司（PanCanadian Petroleum Ltd.）以4.75亿美元收购了蒙大拿电力公司的石油和天然气业务。②这次收购提高了泛加拿大石油公司的油田容量，使它拥有了在阿尔贝塔、蒙大拿和科罗拉多的油田财产。泛加拿大石油公司指出，新增油田拥有5 500亿立方英尺的天然气和2 000万加仑的原油储备。2000年夏季，美国连线公司开始购买奎斯特公司（Quest）的区内远程网络工事，根据奎斯特公司与美国西部（AT&T解散时形成的七个超级地区之一）的收购协议，监管机构强迫奎斯特剥离其区内远程网络工事。这项金额达2亿美元的并购交易使美国连线公司可以在14个州内经营远程业务，并获得大约3亿美元的销售收入和25万个顾客。③

在卖掉电力设施业务后，蒙大拿电力公司更名为美国连线控股公司（Touch America Holdings，Inc.），公司股票在纽约证券交易所内交易，曾一度公司股票备受市场和行业追捧。④美国连线公司以电信行业中的一家成长性企业起步，并且没有债务负担。最初人们认为美国连线公司在没有债务压力下通过合并快速实现增长，这应该是一种非常理想的状态。但是，整个电信行业的经营状况都不理想，美国连线公司的命运也因行业不景气而受累。尽管2001年公司的经营业绩还令人满意，但在2002年第二季度和第三季度公司就分别损失了3 230万美元和2 090万美元。甚至在收入增长时也发生了损失。在卖掉电力设施业务的时候，美国连线公司的每股股票价格高达65美元，到2003年第三季度时，股票价格已下降到每股0.53美元，并且被迫退市。⑤

像电信行业的许多企业一样，在整个20世纪90年代和21世纪初，美国连线公司对网络扩张和光缆铺设投资过大。随着电信和非电信公司的扩张，数十亿美元资金被用于铺设光纤电缆，致使在北美、亚洲和南美的城区有360家电信网络公司长达87 000米的光纤电缆。⑥美国连线公司就是其中的一家公司。产业内过大的生产能力使竞争加剧，边际利润下降。只有那些更警醒的企业才会生存下来，而作为电信产业新来者的美国连线公司并不属于这一类企业。最终美国连线公司在2003年6月19日申请第11章破产保护，尽管遭到各方债权人的反对，资产最终还是被销售了。

① “Montana Power and Northwestern in $612 Million Deal,” *New York Times*, October 3, 2000.

② “PanCanadian Will Acquire Oil and Gas Assets,” *New York Times*, August 29, 2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

③ "Unit of Montana Power Is Buying Quest Phone Business," *New York Times*, March 17, 2000.

④ Steve Skobel, "Rising Starts," *Telecom Business*, July 1, 2001.

⑤ Matt Gouras, "Touch America Trading Suspended: Company Made Disastrous Move Into Telecommunications," Associated Press Newswires.

⑥ Lucy I. Vento, "Who Will Profit from the U. S. Fiber Network Glut," *Business Communications Review*, September 1, 2001.

多元化带来的财务收益

多元化带来的一种收益可能就是前面已经提到的共同保险效应。当两家公司将不完全相关的收入合并在一起时，如果形成了波动较小的合并收入流，就产生了共同保险效应。协方差是衡量两个变量线性关系的统计指标。如果两个潜在并购企业的收入的协方差是负值，就有可能从这类企业的合并中获取共同保险效应。并购各方必须明确的是，这种共同保险效应能否真正提供给股东超出其所能得到的收益。当股东购买某家公司的股票时，通常都假定他们已经了解该公司的盈利模式。他们认同这种盈利模式、这些股票提供的投资回报率以及这些股票在其投资组合中的比重。值得怀疑的是，并购双方的管理层是否真正能够以低成本向股东提供超出其独立经营的利润。财务多元化驱动的并购可能为管理层提供了收益，使他们能够证明存在波动较小的收入流。但对股东来说，这是否是一种真正的收益还是另一个问题。

对 20 世纪 60 年代并购交易的实证研究

20 世纪 60 年代的混合并购浪潮为我们提供了足够的证据考察企业进入不相关产业实现大规模多元化的效果。在这一期间，很多企业实现了业务多元化。运用一个大的公司样本，亨利・瑟韦斯指出，在 1961 年他所研究的公司中有 55%只有一个业务部门，而到了 1976 年，该比例已经下降到 28%。[①] 而在同一时期，经营四个及以上业务部门的企业比重由 8%上升到 30%。

各种类型的多元化发展已经遭到大量的批评。不过，有些证据表明，至少在一开始，市场对这类并购计划宣布时的反应是良好的。雪珀和汤普森（Schipper and Thompson）分析了宣布并购计划的企业的财富效应。[②] 为了研究宣布收购计划对收购公司价值产生的影响，他们重点考察了 1967—1970 年之前宣布并购计划的公司的情况，因为这一期间相关法规发生了变化，例如通过了威廉姆斯法和《1969 年税收改革法案》。这些监管变化在一定程度

① Henri Saerves, "The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave," *Journal of Finance*, 51 (4), September 1996, 1201-1225.

② Katherine Schipper and Rex Thompson, "The Value of Merger Activity," *Journal of Financial Economics*, 11 (1-4), April 1983, 85-119.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上阻碍了20世纪60年代一些并购形式的发展。研究发现，这一期间的并购计划产生了正的净现值。图4—2显示收购公司的股价对收购计划宣布呈现正的累积超常回报。这些结果表明，至少在20世纪60年代末期相关法规变化之前，市场对于包括许多涉及大幅度多元化发展的并购计划的反应是正的。当时市场对多元化并购计划的良好反应有助于解释第三次并购浪潮如此汹涌的原因。谢勒和雷文斯克罗夫特（Scherer and Ravenscraft）对13家综合性企业的投资者进行了调查研究，这些企业中有很多著名的公司，如国际电话电报公司、海湾—西方公司、德事隆公司、特利丹公司等，研究结果也发现，在综合性企业开始繁荣之前，购买股票的投资者的投资收益超过了市场平均值，而那些在并购浪潮发生之后购买股票的投资者的收益要低于市场平均值。①

尽管雪珀和汤普森证明了20世纪60年代市场对多元化并购计划的宣布产生了良好的反应，但谢勒和雷文斯克罗夫特在研究中指出，在并购之后的几年里，这部分企业中有很多都表现不佳，这表明市场最初过于乐观地估计了这些混合性并购的成功可能性。后来这些并购项目有很多又被解除了，有时候还是通过有损接管（bustup takeover）解除的，这进一步证实了这种扩张策略在本质上存在着问题。

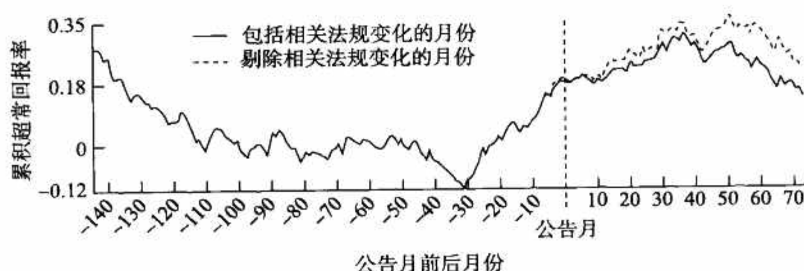


图4—2　收购公司与并购计划相关的累积超常回报

资料来源：Katherine Schipper and Rex Thompson, "Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, April 1983, p. 100。

企业综合化发展产生收益的正面证据

很多研究质疑综合性企业的风险降低收益。不过，其他研究则很好地揭示了综合性企业的财富效应。例如，埃尔格和克拉克（Elger and Clark）的研究表明，混合性并购企业的股东能够获得比非混合性并购企业的股东更高的

① David Ravenscraft and Frederick Scherer, "Mergers and Managerial Performance," in John Coffee, Louis Lowenstein, and Susan Rose Ackerman, eds., *Knights, Raiders and Targets* (New York: Oxford University Press, 1988), pp. 194－210.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益。[①]

这项研究考察了发生在1957—1975年间的337项并购交易，发现混合性并购提供了比非混合性并购更高的收益。研究者指出，并购双方都获得了收益，其中被收购公司的股东获得了较高的收益，而收购公司的股东获得了中等收益。并购双方都获益的结论被后来万斯利、莱恩和杨（Wansley，Lane and Yang）的研究所证实。他们重点研究了52家非混合性并购企业和151家混合性并购企业，研究结果还发现，在横向并购与纵向并购中，股东获得的收益要高于混合并购。[②]

多元化企业价值贴水吗？

运用前面提到的取自20世纪60年代并购交易的大样本，亨利·瑟韦斯对多元化企业和那些未实现多元化的企业的托宾Q值进行了比较，发现没有明显的证据表明多元化能够提高公司的价值。相反，多元化企业的托宾Q值明显低于那些没有实现多元化的公司。其他研究发现，多元化企业出现价值贴水的情况并不限于混合并购时代。伯杰和奥费克（Berger and Ofek）研究了1986—1991年期间的大量企业，发现多元化经营引起公司价值平均损失了13%～15%。[③] 在假定多元化企业的各部门为独立经营企业的情况下，该研究估计了这些企业的投入价值。研究结果发现，企业价值的损失不受企业规模的影响，而且当企业在相近领域内实现多元化发展时，企业价值的损失要小得多。多元化企业的盈利能力要明显低于单业务经营企业的事实进一步支持了这种企业价值损失的结论。这意味着企业过度投资可能是引起与多元化经营相关的价值损失的部分原因。

兰和斯塔尔茨（Lang and Stulz）分析了企业多元化的价值减少效应。[④] 运用一个大公司样本（超过1 000家企业），兰和斯塔尔茨发现20世纪80年代企业多元化的程度与这些企业的托宾Q值负相关。像伯杰和奥费克的结论一样，从兰和斯塔尔茨的发现中，我们可以看到多元化经营通常减少了企业的价值。不过，这一结论并没有被金融研究者普遍接受。维拉隆格（Villalonga）认为，多元化贴水只是这些学者运用了人为影响的数据的结果。[⑤] 他指

---

① Peter T. Elgers and John J. Clark, "Merger Types and Shareholder Returns: Additional Evidence," *Financial Management*, 9, issue 2, Summer 1980, 66 - 72.

② James Wansley, William Lane, and Ho Yang, "Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment," *Financial Management*, 12 (3), Autumn 1983, 16 - 22.

③ P. G. Berger and E. Ofek, "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics*, 37 (1), January 1995, 39 - 65.

④ Larry Lang and Rene Stulz, "Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, 102 (6), December 1994, 1248 - 1280.

⑤ Belen Villalonga, "Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series," *Journal of Finance*, 59 (2), April 2004, 479 - 506.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出，这些学者运用的数据受到了人为限制，因为美国财务会计准则委员会（Financial Accounting Standards Board）对部门进行了定义，要求只有构成公司业务份额10%或者以上的部门才需要提交报告。运用不受这些问题影响的数据资料，维拉隆格发现多元化经营实现了企业价值升水而不是贴水。

还有一些研究从不同方面考察了这个问题。柯蒙特和贾雷尔（Comment and Jarrell）分析了1978—1989年上市公司的情况，他们发现，提高公司的专业化经营程度符合股东财富最大化的目标。[①] 由此推断，人们通常提到的多元化收益和范围经济并没有实现，而且拥有高的内部融资能力并不影响多元化企业对外部资金的追求。他们发现，多元化带来的一种“收益”是，与那些没有实现多元化经营的竞争对手相比，多元化企业较少成为敌意收购的目标。尽管如此，多元化企业还是同时作为收购方和出售方，更积极地参与市场获取企业的控制权。

相关多元化与非相关多元化

实现多元化经营并不意味着成为综合性企业。也就是说，在与并购企业相关的产业内进行多元化发展也是可能的。1994年的默克公司（Merck）对美可公司（Medco）的收购就是这样一个相关多元化发展的例子。默克公司是全球最大的制药公司之一，而美可公司则是美国最大的药品销售商。这两家公司的区别在于一个是制造商而另一个为分销商。不用说，这两家公司都属于广义的医药产业，都要比外部企业更了解对方的业务内容。此外，对相关多元化发展形成的规模经济和范围经济的预期要更可靠，因为收购公司在相近的产业内能够更好地调配现有资源和专业能力。但是，尽管这两家公司在各自的产业部门内都是领导企业，两者的合并却没有产生协同效应。默克公司认为，在管理式医疗环境下，拥有一家像美可这样的公司能够产生很多竞争优势。事实上，在默克-美可合并后不久，1994年，一些默克公司的竞争对手基于同样的考虑也进行了并购交易，如罗氏公司以53亿美元收购了辛太克斯公司（Syntex Corp.），礼来公司（Eli Lilly）以41亿美元收购了PCS保健系统。不幸的是，产业相关并不足以确保交易的成功，默克公司和美可公司后来不得不解散了它们的合并，承认它们没有充分了解监管环境不允许美可公司影响医生和消费者对药物的选用，而正是这方面的原因，某些协同收益减少了。

如果涉及另一类产业，情况就不那么明显了。杨和莫克（Young and Morck）提出的一个例子就是3M公司。[②] 3M公司以其苏格兰透明胶带品牌闻

---

① R. Comment and G. Jarrell, "Corporate Focus and Stock Returns," *Journal of Financial Economics*, 37 (1), January 1995, 67-87.

② Bernard Young and Robert Morck, "When Synergy Creates Real Value," in *Mastering Strategy*, University of Michigan Business School Web site paper.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名于世。但是，该公司也将这种成功经验延伸到对其他相关产品的营销中，如即时贴以及录放机磁带等其他带类产品。该公司能够将品牌名称延伸到其他产品上，是因为这些产品的制造和销售与其主要业务活动具有某些共同特征。

相关性并购的业绩明显优于那些不具有相关性的并购。莫克、施莱弗和维什尼（Morck，Shleifer and Vishny）发现，市场会惩罚那些进行非相关性并购的企业的股东，而进行相关性并购的企业的股东却得到了很高的收益。① 他们对 1975—1987 年发生的 326 次并购进行了研究，发现相关性多元化的情况要好得多。事实上，另一类多元化形式——非相关多元化并购的结果比较差。莫克、施莱弗和维什尼在评估相关性时，主要看两家企业的前三类主营业务中是否至少有一类属于标准产业分类（SIC）编码中的同一种。并不是所有关于相关多元化的研究都得出了同样的结论。例如，阿格拉沃尔、贾菲和曼德尔克（Agrawal，Jaffe and Mandelker）的研究发现与莫克、施莱弗和维什尼的结论正好相反。他们的研究结果显示，非相关性并购的表现超过了相关性并购的表现。② 多元化企业的市场表现将在本章的后面部分进行深入讨论。

案例研究

LVMH 集团——与高档品相关吗?

如果相关性多元化企业的经营业绩要优于非相关性多元化企业，那么我们应该如何对相关性（related）进行定义呢？很显然，不能公开对其进行解释。因为如果解释错误，就可能会造成股东损失。一个这样的例子是 LVMH 集团在第五次并购浪潮中的扩张战略。LVMH 高档品集团拥有著名品牌路易威登（Louis Vuitton）、酩悦香槟（Moet）和轩尼诗（Hennessy），在其首席执行官伯纳德·阿诺特（Bernard Arnault）的领导下，LVMH 似乎将任何与高档品有联系的产业都视同相关性产业。这家总部位于巴黎的公司一直沉迷于专门并购为上流社会经营产品或服务的企业。这使它们并购了很多重要品牌，例如绰美（Chaumet）珠宝、香槟王（Dom Perignon）、芬迪（Fendi）、纪梵希（Givenchy）、唐娜凯伦（Donna Karan）、罗意威（Loewe）皮具、丝芙兰（Sephora）、豪雅（TAG Heuer）、托马斯·平克（Thomas Pink）衬衫和凯歌（Veuve Cliquot）香槟。公司成了高档品集聚地，但是被收购的各类企业在合并后却很少（如果有的话）提供协同效应。很多被收购的公司，如芬迪和唐娜凯伦这些国际知名品牌极少产生利润。1999 年 11 月，LVMH 进一步延伸了高档品相关产业的范围，以 1.15 亿美元购买小型艺术拍卖企业菲利普斯公司（Phillips De Pury & Luxembourgh）。但是，在整个并购过程中，阿诺特违反了成功并购的几个原则。首先，他并购了一家距离仅次于苏富比（Sotheby）拍卖行和佳士得（Christie）公司的远方企业。其次，他将相关性定

① Randall Morck, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?" *Journal of Finance*, 45 (1), March 1990, 31 - 48.

② A. Agrawal, J. F. Jaffe, and G. N. Mandelker, "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Reexamination of an Anomaly," *Journal of Finance*, 47 (4), September 1992, 1605 - 1671.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

义延伸得太远以至于不可能存在任何的协同效应。最后，他收购了一家需要注入大量资金且毫无希望获得偿还的企业。和其他很多失败的交易一样，首席执行官阿诺特同样未经董事和股东的核查就支付了交易价格。最终 LVMH 承认了这次交易的失败，并在发生了一定损失后卖掉了菲利普斯艺术拍卖公司。很显然，将任何高档品或者服务都定义为相关性产业是一种错误的做法。相关性是一个主观性很强的概念，定义的范围越窄，交易的成功可能性就越高。

其他经济动机

除了规模经济效应和多元化收益效应外，还有其他两种产生并购行为的经济动机：横向整合（horizontal integration）和纵向整合（vertical integration）。横向整合是指通过并购竞争对手来提高市场份额和市场支配力。纵向整合是指兼并或收购与本公司具有买卖关系的企业。

横向整合

如果并购引起了市场份额的提高，那么就可能会对合并后公司的市场支配力产生重大的影响。事实上能否提高市场支配力，这取决于并购双方的规模和该行业的竞争水平。经济学理论将各行业在两种极端的市场结构之间进行划分。一个极端是完全竞争市场，在该市场上有大量的买者和卖者，完全信息，产品同质。在这种市场结构下，每个卖者都是价格的接受者，没有能力影响市场价格。另一个极端就是垄断市场，市场上只有一个卖者。垄断者有能力选择实现利润最大化的价格—产量组合。当然，垄断者并不因为没有直接的竞争压力就能够保证利润。垄断者能否获利取决于实现“利润最大化”的最佳价格—产量组合条件下成本与收益的关系。在这两个极端之间的行业结构就是垄断竞争市场，在该市场上有很多卖者销售具有一定差别的产品。不过，靠近垄断这一端的市场是寡头垄断，这种市场上只有少数几个（即 3~12 个）卖者提供差别性产品。横向整合是从竞争的一端向垄断的一端发展。

案例研究

横向整合——美孚石油与埃克森石油的并购交易

1998 年 12 月，埃克森公司宣布与美孚石油公司合并，这项并购交易金额高达 820 亿美元，形成了全球最大的石油公司。埃克森公司和美孚石油公司都曾经通过纵向整合，拥有大量的石油资源和广泛的零售网络。尽管规模巨大，公司仍然能够使监管者相信，这一新的石油巨头不会遏制竞争。

两家大型公司之间进行并购的一个困难是并购后的整合。为了实现在交易时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曾向媒体宣布的预期协同效应，并购后的公司必须能够成功地整合两家公司的各种资源。在进行交易时，公司宣称并购之后预计订购环节能够节约 38 亿美元。不到两年，并购后的埃克森-美孚公司就宣布实际节约额达 46 亿美元，比预计高出了 20%，这在规模类似的大型并购交易中是很难看到的。看到这两个公司的成功，其他企业害怕会在竞争中处于不利地位，也随之进行了类似的并购交易（见表 A)。

表 A　　石油产业并购企业的收入

公司	收入（10 亿美元）	石油储量（100 万桶）	燃气储量（100 万桶）
埃克森-美孚	160.6	11 260	9 498
荷兰壳牌集团	105.4	9 775	10 093
BP-阿莫科	83.5	7 572	8 125
雪佛龙-德士古	66.5	8 264	2 860

在埃克森-美孚石油公司大幅度扩大规模的同时，这项交易也引发了石油行业一系列的横向并购。在石油行业，拥有的石油储量是衡量企业经济实力的一个指标。这导致英国石油公司在 1999 年以 268 亿美元收购了大西洋富田公司（ARCO)，第二年又发生了雪佛龙公司以 360 亿美元收购德士古公司的事件。尽管出现了这些并购，埃克森-美孚公司仍处于行业领先地位，并获得了可观的利润。2006 年埃克森-美孚宣布实现了历史上任何公司都难以实现的最高年利润率，这进一步证实了这项交易的成功性。2005 年埃克森-美孚公司的年销售额为 3 710 亿美元，年利润为 360 亿美元，资本市值 3 770 亿美元，用任何指标衡量它都是世界上最大的公司。

市场支配力

市场支配力（market power)，有时候也称作垄断力量，被定义为制定并维持高于竞争水平的价格的能力。由于在长期中竞争性行业中的卖者只能获得正常收益，而不能得到“经济租金”（economic rent)。因此，竞争企业会将价格制定在与边际成本相等的水平上。市场支配力则是指企业制定高于边际成本的价格的能力。阿巴·勒纳（Abba Lerner）设计了一个被称作勒纳指数（Lerner Index）的指标，用来衡量价格与边际成本的差值相对于价格的比例。不过，仅仅是价格与边际成本的差值为正并不能保证企业获得利润，因为如果固定成本太高，企业仍然可能处于亏损状态。

$$勒纳指数=(P-MC)/P \qquad (4—5)$$

其中，P 表示价格，MC 表示边际成本。

市场支配力有三个来源：产品差异、进入壁垒和市场份额。通过横向整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合，公司能够提高市场份额，然而即使市场份额得到了大幅提高，如果缺乏明显的产品差异或者进入壁垒，企业也可能无法将价格制定在明显高于边际成本的水平上。如果某行业无法设置进入壁垒，将价格定在高于边际成本的水平上只会吸引新的竞争者加入，最终使价格降到边际成本的水平上。甚至在那些集中程度很高的行业中也可能存在大量的竞争。除此之外，如果价格和利润太高，其他企业就会很快进入这个市场，提高竞争程度。

集中度提高的社会成本

提高集中度带来的社会成本是横向并购完成之后竞争状态的函数。如果形成的行业结构近似于垄断，社会成本就会很高。在完全竞争状态下，每家企业都是价格接受者，其产量水平遵循价格等于边际成本的原则。在垄断状态下，企业为了实现利润最大化，会在边际收益等于边际成本的条件下设定产量水平。这一原则对于竞争性企业同样适用，但是在垄断状态下，边际收益低于价格水平。最终结果是，对于同一行业，竞争性市场结构与垄断性市场结构相比，价格更低，产量更高。如图 4—3 所示，如果运用竞争性市场的定价原则（$P=MC$），行业的产量水平为 X_c，价格等于 P_c。而如果这一行业的集中度提高，最终形成垄断，产量水平就会下降到 X_m，价格就会上升到 P_m。结果是在垄断性行业中，消费者支付的价格更高，可购买的产品数量要少。这对社会产生的效应可以用经济学家所谓的无谓的损失（deadweight loss）或者福利损失（welfare loss）这一概念来解释，福利损失是指消费者剩余（consumer surplus）和生产者剩余（producer surplus）的损失。消费者剩余是指消费者所购买的所有单位商品实际支付的价格和需求曲线上愿意支付的价格之间的差异，需求曲线上愿意支付的价格是消费者为购买每单位产品愿意支付的最高价格。生产者剩余是指出售每一单位产品，供给曲线反映的价格与生产者实际收到的价格之差。供给曲线反映了生产者的成本情况。在竞争性市场，供给曲线是各生产者平均成本线上方的边际成本线的水平加总。在这样的市场中，供给曲线上相对应的价格反映市场再多生产一单位产品的成本。生产者不愿意接受低于每多生产一单位产品的边际成本的价格水平。供给曲线向上倾斜反映产量上升过程中的收益递减。

在交易中产生的收益包括两部分：消费者支付的价格比他们购买 X_e 数量产品愿意支付的最高价格低的部分，和生产者收到的价格比生产 X_e 数量产品所需花费的额外成本高的部分。交易的总收益如图 4—4 所示，两个三角区域显示了消费者剩余（CS）和生产者剩余（PS）。

在垄断市场上发生了福利损失，因为该市场上销售的商品数量较少，并且每一单位商品都以高于竞争市场的价格出售。如果最终交易数量为 X_m，而不是 X_c，消费者剩余和生产者剩余就遭受了损失。消费者剩余和生产者剩余的损失之和就是无谓损失或者说社会福利损失。图 4—5 中上面的阴影三角形区域就是损失的消费者剩余，下面的阴影三角形区域就是损失的生产者剩余。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

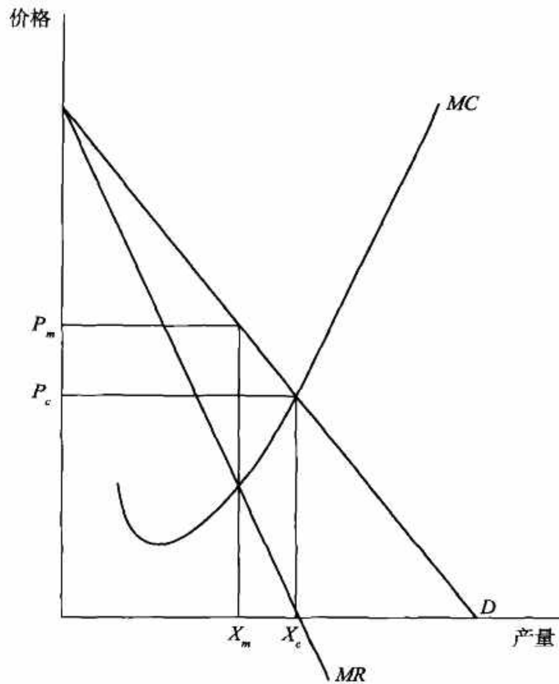


图 4—3 竞争市场上消费者获利更多

他们购买的产品数量（X_c）多于垄断市场（X_m），并支付较低的价格（P_c<P_m）。

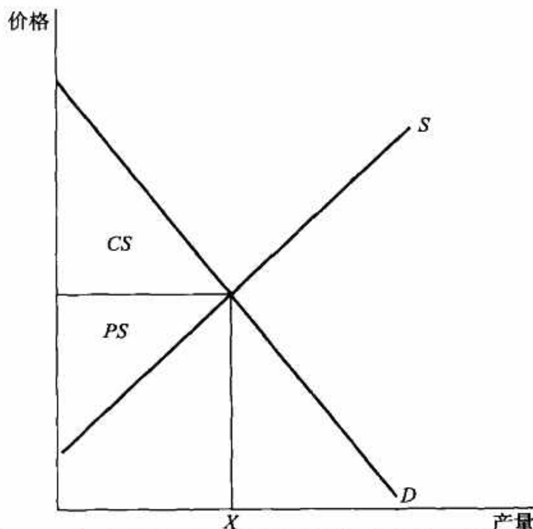


图 4—4 自由市场上买方和卖方之间的交易产生的收益最大

消费者获得的收益以消费者剩余（CS）表示，供给者获得的收益以生产者剩余（PS）表示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

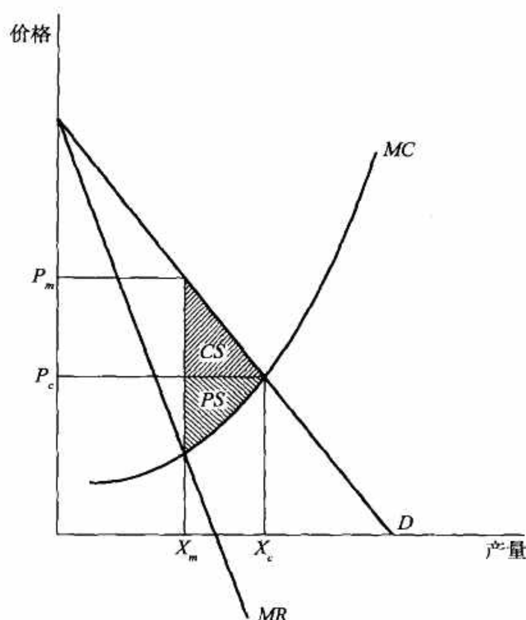


图 4—5　来自交易收益损失的垄断产生的无谓损失或社会福利损失

消费者剩余和生产者剩余的损失在图中以阴影区域表示。交易数量由 X_c 下降到 X_m，市场中损失的收益（CS 和 PS）是由于部分产出没有进行交易。

显然，现实问题在于横向并购是否会引起社会福利损失。经济学家撰写了很多论文来探讨衡量福利损失的方法。[①] 这些探讨确实很有意义，但它们没有提供令人信服的用以测量垄断这一极端情况下发生的无谓损失的方法，并且它们也没有对寡头这种中间形式的评价提供指导意见，而这与全球发生的横向并购有着更加紧密的联系。

不过，很重要的一点是，当企业进行横向整合，但产业结构没有形成垄断状态时，我们没有理由认为会产生无谓损失。仅仅是产业结构的集中度提高这一事实并不意味着竞争程度会下降。最终结局可能是，若干强势竞争者通过竞争性定价和差别化的产品参与更高层次的竞争。如果出现这种情况，认为集中度提高会造成无谓损失的观点就不成立了。寡头竞争的形成是否会造成福利损失，这应当在分行业的基础上逐个考察。

垄断假设的实证证据

很少有证据表明企业为了提高垄断力量而进行合并。很多资料都是间接

---

① See Arnold C. Harberger, "Three Basic Postulates for Applied Welfare Economics," *Journal of Economic Literature*, 9 (3), September 1971, 785 - 797.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地提到这一问题。1983 年，罗伯特·S·斯蒂尔曼（Robert S. Stillman）的博士论文指出，当行业中其他企业宣布合并时，竞争企业并没有作出及时的反应。[①] 这篇论文考察了某一可能影响行业内并购的事件出现时，该行业内企业股票的价值变化情况。它也考察了横向并购可能会引起产品价格提高从而使行业内其他企业获益这一事实。如果产品价格随着行业集中度的提升而上升，那么该行业内的企业股票价值也应该随之提高。罗伯特·S·斯蒂尔曼考察了一个由 11 家并购企业组成的小样本，这些企业都受到克莱顿法第 7 节反托拉斯条款的质疑。在这 11 家企业中，有 9 家企业没有产生统计显著的超常收益。而另外两家企业中有一家表现出明显的正的超常收益，另一家则结果不确定。这些结论不支持企业为了寻求垄断力量而进行并购的观点。一个类似的研究同样出自博士论文，B·艾普森·艾克波（B. Epsen Eckbo）采用一个较大的样本研究了制造业和采矿业 126 家进行横向并购或纵向并购的企业。[②] 样本中大约有一半的企业实施了横向并购。在每个行业内平均有 15 家竞争性企业。如果前面所述的市场支配力假说是正确的，那些宣布的并购计划受到反托拉斯法案质疑的企业就会表现出负的超常收益。这是因为，如果受到反托拉斯法案的质疑，并购的可能性就很小。一旦质疑确实出现，企业在宣布了并购计划之后就会出现负的超常收益。

艾克波在研究中发现了统计不显著的超常收益。这项研究也表明，企业在刚宣布并购时表现出正的统计显著的超常收益，但在受到反托拉斯诉讼后却没有立即表现出负的收益。和斯蒂尔曼的研究结果一样，艾克波的研究也不支持企业为了提高市场支配力而进行并购的观点。奇怪的是，艾克波的研究结论显示，“在受到反托拉斯法质疑的（横向的）并购中，并购双方的股东得到的超常收益要比没有受到质疑的高。”[③] 艾克波由此推断，并购中产生的收益受效率收益等其他因素的影响，与市场支配力的提高并不相关。

艾克波还进行了与市场支配力假说相关的另一项研究，在研究中他比较了美国和加拿大的竞争水平。1985 年以前加拿大的反托拉斯执行政策一直比较宽松。艾克波反驳了在加拿大并购引起反竞争性的可能性要高于美国的说法。从这项研究中能够得出一个结论，美国在某些时候以及欧洲在马里奥·蒙蒂（Mario Monti）时代追求的较严格的反托拉斯政策并不是必要的。不过，这是一个复杂的问题，不能仅仅根据一项研究就作出定论。尽管斯蒂尔曼和艾克波在 20 世纪 80 年代早期的研究并不支持以追求市场支配力作为并购动机的观点，但近期的一些研究却表示，市场支配力可能就是某些并购交易发生

---

① Robert S. Stillman, “Examining Antitrust Policy Towards Mergers,” Ph. D. dissertation, University of California at Los Angeles, 1983. This dissertation was later published in the *Journal of Financial Economics*, 11 (1), April 1983, 225 - 240.

② B. Epsen Eckbo, “Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth,” *Journal of Financial Economics*, 11 (1), April 1983, 241 - 273.

③ 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的动机。尤其是金和辛格（Kim and Singal）发现，20 世纪 80 年代末期民航业的并购造成这样一种情况：参与并购的企业其航线价格要高于同样航线的没有参加并购的企业。[①] 以前受到管制的竞争者能够自由地进行并购，并且在并购之后提高票价，这一事实被那些对解除管制持批评态度的人引证为解除管制失败的例子。他们的研究考虑了很多因素，如存在出现财务危机的企业、并购之前可能存在过度的供给和并购之后的质量提高等。即使在考虑了所有这些因素之后，他们的研究结果显示，市场支配力和随之带来的价格提升决定了并购后的所有效率效果，而这些效果造成了福利损失。

近期很多研究表明，在要素供给比较集中的情况下，横向并购提高了参与并购的企业的购买能力。斯奈德（Snyder）以及斯托尔和兹威贝尔（Stole and Zwiebel）在理论上对此进行了证明，他们指出，参与并购的企业从集中度较高的产业中购买投入要素时能够降低成本。[②] 近期的一些实证研究也支持了这一观点。菲和托马斯（Fee and Thomas）分析了 1980—1997 年间发生的 554 起横向并购交易。[③] 他们发现，要素购买方的股票市场没有表现出明显的反应，这表明市场认为并购交易并没有引起市场支配力的变化。但是，他们注意到要素供应方的股票却表现出相反的市场反应，意味着并购企业相对于它们的供应商而言获得了某些购买能力。夏厄（Shahrur）对 1987—1999 年间发生的 463 起横向并购和股权收购的研究结果也支持了这些结论。[④] 他们发现，促成横向并购交易的主要原因是对效率的考虑，而不是为了获得市场支配力。他的研究结果在某种程度上也支持了 20 多年前艾克波的发现。

横向整合、合并和滚动收购

20 世纪 90 年代，在某些行业内发生了大量的并购。其中有很多并购是大型企业进行一系列交易收购规模较小的竞争对手，然后将被收购的企业合并成一个不断发展的大型企业。这类交易有时候被称为滚动收购（roll-up acquisitions）。

20 世纪 90 年代，虽然不及网络公司那样备受喜爱，但滚动收购交易还是很受市场欢迎。吸引并购者的典型市场是，行业内拥有众多分散的、不集中的小规模竞争企业。在诸如公共交通或者殡仪馆业这类行业中，很多目标公司被高度控股。这些公司的所有者缺乏流动性，被大型上市公司收购后，就

---

① E. Han Kim and Vijay Singal, "Mergers and Market Power: Evidence from the Airline Industry," *American Economic Review*, 83 (3), June 1993, 549 - 569.

② C. M. Snyder, "Why Do Large Buyers Pay Lower Prices? Intense Supplier Competition," *Economic Letters*, 58, 205 - 209; and L. A. Stole and J. Zwiebel, "Organizational Design and Technology Choice Under Intrafirm Bargaining," *American Economic Review*, 42, 1996, 943 - 963.

③ C. E. Fee and S. Thomas, "Sources of Gains in Horizontal Takeovers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms," *Journal of Financial Economics*, 74, 2004, 423 - 460.

④ Husayn Shahrur, "Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers and Corporate Customers," *Journal of Financial Economics*, 76, 2005, 61 - 98.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以将缺乏流动性的控股股份转变为流动性资产。合并者向市场表明，大规模并购这些小公司能够使合并后的企业实现规模经济，同时也会由于增强了向全国顾客提供服务的能力而获得较高的收入。规模经济的来源有多种，包括与小规模的区域性企业相比，全国性企业具有更强的购买力。在第五次并购浪潮中，美国形成了很多滚动收购公司，包括美国蔻兹、美国钢铁和美国花业等。

对于很多私人控股公司来说，对流动性和有吸引力的溢价的追求最终演变成一场噩梦。殡仪馆业就遭遇了这种情况。该产业中，大的合并公司像赛维斯公司（Service Corp）和洛温集团（Leowen）陷入了财务困境，并且洛温集团最终不得不申请第 11 章破产保护。很多合并公司只擅长做一件事，那就是进行并购交易，它们并不善于经营管理，而市场是花了很长的时间才认识到这一点。

当那一时期的市场陶醉和经济扩张结束时，20 世纪 90 年代形成的很多滚动收购企业都破产了。一些企业，如被合并者西蒙·哈特（Simon Harter）拼在一起的美国蔻兹公司卖给了其他企业。而其他公司，如韦恩·惠钦格（Wayne Huizinga）的废品管理公司、百视达公司和乔纳森·里德基（Jonathan Ledecky）的皮质醇商业服务公司（Cort Business Services）则在滚动收购企业的崩溃中幸存下来。还有其他企业如西屋公司（Westinghouse）却逐步走向兴旺。

案例研究

世通公司

20 世纪 80 年代后半期及 90 年代世通公司实施的并购是一个经典的并购案例。前身为电话折扣服务公司（LDDS）的世通公司位于密西西比的杰克逊地区，是通过 40 多个并购组建起来的，其中 1998 年以 370 亿美元收购 MCI 公司达到了其收购巅峰。在这些交易中，有很多是收购地方性的远程通信销售商。这些远程通信销售商能够提高世通公司的市场支配力，同时为目标市场提供地方性销售队伍。具有讽刺意味的是，世通公司是国际电话电报公司在通信业务方面的子公司，但国际电话电报公司后来被 LDDS 收购了。国际电话电报公司是一家综合性企业，它后来进行了一系列意在削减规模的交易（见第 10 章），而 LDDS 通过一系列的横向并购，最终发展成为美国市场上的第二大远程公司。世通公司为收购 MCI 支付了超出英国电信公司的高价，因为世通公司确信这两家远程公司的合并会实现大幅度的成本缩减。

世通公司是一个经典案例，其首席执行官伯尼·艾伯（Bernie Ebbers）擅长于进行并购交易而不善于经营企业。公司的董事们麻木不仁，在公司的规模已经相当大时还任由其首席执行官追求并购交易。在伯尼·艾伯明显表现出不具备管理才能时，董事们还让他继续经营企业。伯尼持续追求并购交易，但是公司规模已经太大，以至于一些有意义的并购交易，如对斯普林特公司的收购提案都被反托拉斯监管者制止。据称由于不能实现利润，管理层不得不依赖非法途径。这些并购的结果是产生了一家没有效率的、并最终成为历史上规模最大的破产企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例研究

西屋公司

在20世纪90年代还有很多著名的滚动收购的例子。西屋公司的出售和收购就是一个很好的例子。该公司决定放弃没有增长前景的业务，同时通过收购提高发展前景良好的行业中的市场份额。尤其是西屋公司卖掉了国防业务部门，并且面对资金雄厚的竞争对手，西屋公司决定在1997年11月将电力生产部门以15.3亿美元卖给西门子AG公司（Siemens AG）。西屋公司认识到，要成为国际电力市场上的领导企业需要付出很大的代价。如果以此为目标，公司需要投入大量的资金，并且没有太大希望通过实现高增长来补偿这些成本。因此公司卖掉了这些耗费资金的业务部门，并且用这些收入继续发展现有的广播业务。另一方面，西门子公司则决心致力于电力业务，收购西屋电力业务部门进一步提高了西门子公司在世界市场上的优势地位。

尽管相对于广播来说，电视是一种更富有吸引力的传播方式，但西屋公司还是运用滚动收购方式不断地扩张它的广播站网络，并且西屋集团的W广播站已经在广播业占据了重要地位。1995年8月，西屋公司以54亿美元收购了哥伦比亚广播公司（CBS），这是一次花费巨大的重大收购项目，之后西屋公司的首席执行官迈克尔·乔丹（Michael Jordan）又添置了另外两条大型广播站线路。第一条线路是拥有83个广播电台的无线广播网（Infinity Broadcasting）。后来西屋公司又出价26亿美元收购了美国广播系统（American Radio Systems Corp.），该系统拥有98个广播站。西屋公司继续将经营集中于广播业，以25.6亿美元将营销冷冻运输设备的塞莫金（Thermo-King）部门卖给了英格索兰公司（Ingersoll Rand）。1997年西屋公司更名为CBS公司。1999年又兼并了维亚康姆公司，2005年两者都在CBS名下经营。后来合并企业又将剥离的大部分电报业务和电影业务放在维亚康姆公司名下的一家新公司经营。

纵向整合

纵向整合是指收购那些靠近供应来源或者最终用户的企业。意在扩大供给来源的一个例子是1984年雪佛龙公司收购海湾石油公司。当时雪佛龙主要是为了扩大其储油量而买下了海湾石油公司，这种动机被定义为后向整合（backward integration）。出于同样的目的，美孚公司也在那年买下了超级石油公司（Superior Oil）。美孚公司在石油精炼和营销方面很有优势，但原油储量较低，超级石油公司拥有丰富的油气资源，但缺乏精炼和营销方面的经验。前向整合（forward integration）的例子是一家拥有大量存货的企业收购了另一家具有营销和零售实力的企业。

前向整合的另一个例子发生在证券业，当时希尔森-雷曼兄弟公司收购了赫顿公司。希尔森公司被赫顿公司强大的零售经纪人网络所吸引。这次纵向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合并的动机是为了更好地接触顾客。它也是企业希望通过纵向整合扩大与顾客的接触程度的一个例子。在并购之前，希尔森-雷曼公司就已经拥有很大的零售经纪人网络。并购之后，希尔森-雷曼公司的零售能力可以与包括美林公司在内的所有竞争企业相抗衡。尽管这一看起来与企业密切相关的、且互为补充的并购战略很有意义，但是最后还是被撤销了，收购的企业也被卖出。

案例研究

默克公司收购美可公司——纵向整合研究

1993 年 7 月，当时全球最大的制药企业——默克公司以 66 亿美元收购了美可服务公司。美可服务公司是最大的处方药品效果管理企业。由于药品行业受管理式医疗的影响，制药公司也不得不适应这种新的分销方式。默克公司意识到，病人采用何种治疗方式和药物越来越多地受到管理式医疗环境的影响，而不像过去那样由医生决定。在管理式医疗的世界里，仅仅向医生进行营销已经远远不够了。未来成功的制药企业应该是那些能够适应变化的分销系统的企业。

面对默克公司的纵向整合行动，其他竞争企业也不甘落后。在收购美可公司的交易完成后不久，其他制药企业也开始了它们各自的收购行动，以期跟上默克公司的步伐，以更好地接近最终顾客。最终，在 1994 年，礼来公司以 41 亿美元收购了 PCS 保健系统，而罗氏控股公司以 53 亿美元收购了辛太克斯公司。这是一个依葫芦画瓢的并购例子，是默克公司的竞争企业看到默克公司可能获得的竞争优势的一种本能反应。依葫芦画瓢的并购现象非常普遍。汽车行业在其国际化发展进程中也采取了相同的向前和向后的纵向整合战略。很多实施了这类战略的企业都已经产生了令人质疑的结果。

但是，默克公司及效仿其策略的竞争者却没有认真考察这一并购的后果。监管部门注意到默克公司可能会通过美可公司来过度影响消费者的处方药物的选择。最后默克公司被迫撤销了这项交易。

纵向整合的动机

企业可能由于几个方面的原因而考虑进行纵向整合。正如在美孚—超级石油的并购案例中所见到的那样，企业可能为了确保可靠的供应来源（dependable source of supply）而进行纵向整合。可靠性不仅指具备供应来源，还包括质量保证和及时输送等方面的考虑。及时的供应有助于企业提高自身产品的可靠性。除此之外，那些追求零库存（just-in-time）管理目标的公司可以利用纵向整合来降低存货成本。

人们普遍认为，当一家企业收购了供应商后就能获得超越竞争者的成本优势。因为从前向独立的供应商购买生产要素时，支付的价格中必须包括一部分利润，而现在就不需要了。这就产生了一个问题：什么是适当的内部转移价格（internal transfer price）？内部转移价格是指公司从它所控制的供应商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者子公司中购买供应品或投入要素时在账面上记录的价格。如果这些产品的价格低于现行市场价格，母公司的盈利表现就会高于其实际情况。因为母公司获得的低成本和高盈利是以子公司的低盈利为代价的。不过，这只是利润的账面转移，并没有提高合并公司的实际价值。

虽然制定正确的转移价格有助于消除人们对收购供应商能够降低供应品成本的幻觉，但是通过收购供应商还是能够从其他方面节约成本。这些成本节约可能体现在更低的交易成本（transactions costs）方面。[①] 通过收购一家供应商，以预先规定的价格与之建立长期的供货关系，并购企业就可以避免在与独立的供应商的合约结束时出现的货源中断现象。拥有自己的供应商，企业就能够更好地预测未来的采购成本，并避免因重新拟定供货协议而带来的不确定性。

进行纵向整合的另一个原因可能来自拥有个性化投入（specialized input）的需求。这些个性化投入可能是由客户企业定制的产品或设备，这些产品或设备可能除定制者外没有其他市场。企业如果选择不提供这些产品，可能就会失去这些客户。如果生产这些产品需要固定的启动成本，企业就很难把这些生产任务推给其他供应商。其他供应商可能也不愿意生产这种个性化产品，除非购买者能补偿启动成本，或者与之签订长期供应协议，保证供应商能够分期收回前期发生的启动成本。解决这个问题的一种方法是收购供应商，之后企业就可以直接控制这些个性化投入，并且监督整个生产过程以符合自己生产的标准。不过，我们在第 13 章将考察能否通过合资企业或战略联盟来以较低的成本更好地实现其中某些目标。

有关纵向整合的另一个有趣的例子是汽车营销。汽车制造商很早就认识到它们需要向潜在的顾客提供融资支持，通过更加便宜和便捷的贷款政策来提高汽车销量。为此，通用汽车公司建立了通用汽车金融服务公司(GMAC)，为那些无法获得足额资金购买新车的购买者提供低成本的贷款。像通用汽车金融服务公司这类企业可以通过在货币市场上发行商业票据来筹借资金，运用货币市场利率与汽车购买者支付的利率的差异，公司就可以在促进汽车销售的同时赚取财务收益。不过在本世纪前十年，美国汽车制造商需要努力保持市场份额，以保证其昂贵的分支机构和劳动力能够产生利润，并且它们被迫进入了其竞争对手如丰田公司避免进入的高成本融资项目。

案例研究

汽车制造产业的纵向整合

在一段时期内，美国所有的汽车制造商都进行了向前或向后的纵向整合。很多年来一直占据全球第一位的通用汽车公司就拥有自己的供应商——德尔福公司

---

① Dennis Carlton and Jeffrey Perloff, *Modern Industrial Organization*, 2nd ed. (New York: HarperCollins, 1994), p. 502.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Delphi)，德尔福公司是汽车产业最大的零部件供应企业，1999年通用汽车公司分拆了这家公司。福特公司进入汽车零部件供应产业已经有很多年的历史，这可以追溯到亨利·福特（Henry Ford）时代，当时他决定创建自己的零部件供应商，以脱离对那些被道奇兄弟（Dodge brothers）控制的供应商的依赖。2000年福特公司也分拆了这项业务，并建成了伟世通公司（Visteon）。不幸的是，受全美汽车工人联合会（UAW）的控制，这两家公司不能解除对这些企业工人的财务补偿义务。2005年福特公司被迫接收了伟世通公司的很多职工。德尔福公司申请破产时，也提醒通用汽车公司要承担对其工人的义务。

零部件供应商有很多，独立的零部件商都没有与全美汽车工人联合会签订烦人的劳工协议，与从它们手中购买汽车零部件相比，从自己控制的零部件商手中购买大部分汽车零部件，实际上通用汽车和福特公司都付出了更高的价格。福特公司和通用汽车公司以及其他一些汽车制造商使得它们的供应商在价格方面很具有竞争力。但是高度竞争的价格和高的人工成本使得这一行业对福特公司和通用汽车公司并不具有吸引力。

克莱斯勒、福特和通用汽车都进行纵向整合向前收购汽车租赁公司。1989年克莱斯勒公司收购了富田汽车租赁公司（Thrifty Rent-A-Car），后者在1990年收购了快捷汽车租赁公司（Snappy Rent-A-Car）。此外，克莱斯勒公司在1990年通过收购道乐汽车租赁公司（Dollar Rent-A-Car）提高了它在汽车租赁行业的地位。李·艾科卡（Lee lacocca）称这种合并为“天然联合”。但在20世纪90年代还是“天然的”，仅仅几年之后就变得“不自然”了。

与之相类似，1988年通用汽车公司收购了国民汽车租赁公司45%的股权，该公司还拥有在行业中排行第二的安飞士公司的股权。福特公司于1987年以13亿美元从阿利杰斯公司手中买下了汽车租赁行业排名第一的赫兹公司。

汽车生产商认为买下它们汽车的最大买主——汽车租赁公司就能够锁定它们产品的需求量。进入汽车租赁行业的汽车生产商也是“依葫芦画瓢”收购的例子，因为任一家汽车生产商都不愿意牺牲自己的利益来让其他生产商获得市场份额。市场份额通常是汽车行业争夺的重心，因为汽车行业需要对其生产部门投入大量的资金，并且由于全美汽车工人联合会的压力，它必须承担对工人的相对固定的义务。由于与全美汽车工人联合会之间的烦琐的劳工协议，美国汽车公司在外国公司如丰田公司和本田公司面前不断丢失市场，这些外国公司在美国建立了不受工会限制的生产车间，拥有其美国竞争对手不具有的巨大的成本优势。

不幸的是，美国汽车生产商从汽车租赁行业获得的销售收入的盈利性很差。作为大买主的汽车租赁公司通常以优惠价格购买汽车，并要求生产商在一定时期之后（如一年）买回这些汽车，因为它们需要保持一支相对现代的汽车队伍。为了减小日益萎缩的市场份额的影响，美国汽车公司不得不进行这种条件较差的销售，并不时地提供折扣促销活动和销售奖励支付。而外国汽车生产商，如丰田、尼桑（Nissan）和本田则避开了这部分市场，在集中精力赢得市场份额的同时保持了盈利性。

美国汽车生产商开始重新思考向前纵向整合的收益，并开始从汽车租赁行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中解脱出来。通用汽车公司对国民汽车租赁公司报出了3亿美元的要价，并在其资产负债表上表示为来自国民汽车租赁公司的商誉。1995年它以13亿美元将国民汽车租赁公司卖给了洛贝克公司（Ironically)。1997年克莱斯勒公司以3.875亿美元对其汽车租赁产业进行了股权割让。最后，在2005年，福特公司将赫兹公司卖给了一家私人股权公司。具有讽刺意味的是，赫兹公司是一家能够盈利的企业，价值大约为150亿美元。但是，当时福特公司正发生市场份额下降和资金亏损，它不得不卖掉这项资产以巩固它的主营业务。

到本世纪第一个十年的中期，美国汽车制造商已经采取了很多与纵向整合相反的措施（在全美汽车工人联合会协议允许的程度内)。显然，它们当初的纵向整合策略并没有成功。

收购中的自负假说

罗尔（Roll）提出了收购动机中一个非常有趣的假说。[①] 他认为，在解释收购发生的原因时，收购公司管理层的自负或者骄傲可能起了一定的作用。自负假说（hubris hypothesis）意味着管理层可能会出于私人动机而进行收购，获得纯粹的经济收益就不是企业进行并购的唯一动机，或者甚至可能不是主要的动机。

罗尔运用该假说来解释管理层为什么会愿意对一个市场已经准确定价的企业支付溢价。他认为，管理层往往将自己对目标公司的估价置于市场的客观估价之上，罗尔的观点是，管理层的骄傲情绪使他们相信自己的估价要优于市场估价。这一理论的潜在假设是市场是有效的，能够最好地表现企业的价值。许多人会反驳这一观点。作为证据，罗尔列举了大量的研究文献。这些证据将在下一节中进行描述。

实证证据

罗尔指出，如果自负假说可以用来解释并购动机，那么那些由自负驱动的并购就会发生下列情况：

- 在市场意识到收购公司的出价行为之后，收购公司的股票价格应该下降。因为这种并购并不是以收购公司股东的最大利益为目标，并不代表对股东财富的有效分配。
- 在收购出价行为发生之后，目标公司的股票价格应该上升。因

① Richard Roll, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," *Journal of Business*, 59 (2), April 1986, 197-216.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为收购公司不但愿意支付溢价，而且支付的溢价超过了目标公司的市场价值。

- 目标公司价值上升和收购公司价值下降合并起来应该产生负的结果。这一结果考虑了完成收购过程的成本。

很多研究表明，收购公司在宣布收购计划后，其股票价格都会下降。多德（Dodd）发现公司宣布并购计划之后会产生统计显著的负收益。① 其他研究也得出了类似的结论。② 不过，并非所有的研究都支持这一结论。保罗·阿斯奎思（Paul Asquith）就发现宣布并购之后，公司没有出现一致的股票价格下降的趋势。③

并购之后目标公司的股东能够获得财富效应和价格提升效应，这一结论得到了更广泛的认同。布拉德利、德塞和金（Bradley，Desai and Kim）的研究结果表明，股权收购能够为目标公司的股东带来收益。④ 不可否认，敌意收购应该比善意收购引起的股票价格变化更大。不过，大多数研究显示，在善意收购和敌意收购出价后，目标公司的股东都获得了收益。瓦雷亚（Varaiya）发现，出价者通常支付了过高的价格。⑤

一项考察溢价与买卖双方市场价值之和的关系的研究发现，相对于目标公司对收购公司产生的价值而言，买方支付的溢价太高了。对于目标公司股票价格上升、收购公司股票价格下降产生的综合效应的研究似乎没有强烈支持自负假说的存在。马拉特斯塔（Malatesta）考察了这一综合效应，发现“有证据表明，从长期来看，并购过程中发生的各种事件累积起来对所有股东的财富并不产生影响”⑥。不过，从另一方面来看，我们可以认为，马拉特斯塔没有发现正的综合效果正好支持了自负假说。许多近期的研究似乎支持自负假说的存在。⑦ 运用106个大型并购的样本，海沃德和汉布里克（Hayward and Hambrick）发现，公司首席执行官的自负情绪与支付的溢价规模正相关。自负情绪用诸如公司的近期绩效和首席执行官的自我重要性（由媒体的评价以及他的个人收入相对于第二高收入者的情况来反映）等变量来衡量。该研究也考

---

① P. Dodd, "Merger Proposals, Managerial Discretion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 8, June 1980, 105, 138.

② C. E. Eger, "An Empirical Test of the Redistribution Effect of Mergers," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 18, December 1983, 547 - 572.

③ Paul Asquith, "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns," *Journal of Financial Economics*, 11, April 1983, 51 - 83.

④ Michael Bradley, Anand Desai, and E. Han Kim, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy," *Journal of Financial Economics*, 11 (1), April 1983, 183 - 206.

⑤ Nikhil P. Varaiya, "Winners Curse Hypothesis and Corporate Takeovers," *Managerial and Decision Economics*, 9, 1989, 209.

⑥ Paul Malatesta, "Wealth Effects of Merger Activity," *Journal of Financial Economics*, 11 (1), April 1983, 178 - 179.

⑦ Mathew L. A. Hayward and Donald C. Hambrick, "Explaining Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris," unpublished manuscript, July 1995.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虑了一些独立的自变量，如根据在职年限评估的首席执行官的经验程度，以及根据内部董事和外部董事的数量对比衡量的董事会的警惕性等（见图 4—6）。

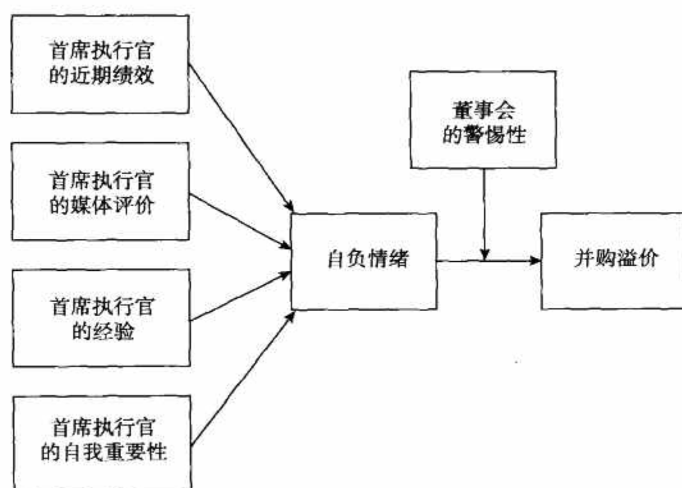


图 4—6　首席执行官的自负情绪与并购溢价模型

资料来源：Mathew L. A. Hayward, and Donald C. Hambrick, "Explaining Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris," unpublished manuscript, July 1995。

还有一些研究对外国公司并购美国公司的自负动机假说提供了支持。塞思、桑和佩蒂特（Seth, Song and Pettit）运用一种类似于罗尔提出的理论——股东财富效应反应，对 1981—1990 年期间发生的 100 起跨国交易进行了研究，研究结果发现自负情绪在这些并购交易中发挥了重要作用。[1] 其他因素，如协同效应和经营主义也发挥了作用。经营主义有点类似于自负情绪，因为两者都会产生对目标公司的过高支付。不过，在经营主义中，收购公司的管理层是为了实现自己的收益而有意支付过高的价格，尽管这些收益是以企业股东的利益为代价的，而管理层对这些股东负有委托义务。

罗尔并不认为自负假说可以用来解释所有的并购交易。他只是提出，当个人参与并购交易的谈判时，人为因素产生了重要影响。管理层收购目标公司可能完全是由股东价值最大化目标驱动的，但也可能包括其他一些动机，例如，希望进入目标公司所在的行业，或者想成为"行业内最大的企业"。在不同的并购交易中，这些动机发挥的作用程度不同。正是因为有大量的证据支持自负假说，我们才对此产生兴趣。显然，向某些企业，如联合百货公司（Federated Stores）和纳贝斯克公司支付的令人质疑的高溢价受到了自负动机的

① Anju Seth, Kean P. Song, and Richardson Pettit, "Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives of Foreign Acquisitions of U. S. Firms," *Journal of International Business Studies*, 31 (3), 3rd Quarter, 2000, 387-405.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响。康波公司（Campeau）在收购联合百货公司后不久就被迫宣布破产，这一事实进一步支持了该公司在此次高度杠杆交易中支付了过高价格的观点。

案例研究

维旺迪与梅西尔的自负——另一个失败的公司转型

维旺迪环球集团（Vivendi Universal SA）提供了一个富有传奇色彩的案例研究。维旺迪是一家普通的法国水务公司，其首席执行官野心勃勃，希望成为一家国际媒体公司的领导者。最终他将这家水务公司改造成为一个媒体巨头，但却牺牲了公司股东的利益。为了实现他的宏伟梦想，股东支付了大量的账单。并且当公司失败时，他和那些帮助他实现目标的人却都已赚得盆满钵盈。

维旺迪的前身是具有100年历史的通用水务公司，该公司后来成为维旺迪环境集团（Vivendi Environment SA）的一个部门。当维旺迪公司后来解散时，水务部门的出售获得了25亿欧元。但相对于梅西尔（Messier）的媒体王国所产生的巨额损失，这些收入是微不足道的。

如果维旺迪的财务业绩良好，那么没有人会质疑其水务产业和娱乐产业之间明显缺乏协同效应。不幸的是，这两者的合并产生了很差的结果。在2001年发生了136亿欧元的亏损后，紧接着2002年公司又亏损了230亿欧元，创造了法国历史上最高的企业亏损额。虽然2002年亏损的236亿欧元仅仅略高于法国电信公司（French Telecom）保持的230亿欧元的亏损纪录，维旺迪并没有感到安慰。随着2002年状况的恶化，大股东开始采取行动——尽管他们的行动已经晚了好几年。

梅西尔并不满足于担任一家水务公司的首席执行官。他拥有交易商的经历背景，以前是拉扎德公司（Lazard LLC）的一位投资银行家，在那里他度过了六年的投资银行家职业生涯。如果安排一位投资银行家来领导一家水务公司，事情就会是这样的：他将会开展投资银行家喜欢的业务。最初只是一家水务公司的首席执行官，但梅西尔通过大规模收购娱乐公司，成为一家大型娱乐公司的首席执行官。

梅西尔进行的一项大的并购交易是在2000年买下了西格拉姆环球公司（Seagram Universal），这项交易提供给西格拉姆的大股东——布朗夫曼（Bronfmans）家族8 890万份维旺迪的股票，占维旺迪8.9%的股权。①这次收购标志着维旺迪向媒体产业迈进了重大的一步，它买下的这家公司本身也是由西格拉姆公司（Seagram）和环球（Universal）电影音像公司合并形成的，而西格拉姆公司是一家原先经营烈性酒与软饮料的公司。梅西尔收购西格拉姆环球公司是很具讽刺意味的，因为该公司是由小埃德加·布朗夫曼（Edgar Bronfman）在负责西格拉姆时通过发动一系列的收购形成的。他运用西格拉姆家族企业的资产和现金流为其在娱乐部门的创业提供资金。西格拉姆环球公司已经渡过了它的艰难时期，因为电影产业对于西格拉姆的股东而言，并没有产生像小布朗夫曼先生那样的兴奋。

在收购了西格拉姆环球之后，梅西尔并没有停止他的并购计划。随后他买下了CANAL+(Canal Plus）付费电视网络公司，该公司还拥有英国空中广播公司（British Sky Broadcasting）的股份。接着他在2001年12月以103亿美元收购了巴里·迪勒（Barry Diller）的美国网络公司（USA Networks），但和梅西尔购买的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他公司一样，人们也只见到这家公司的价值在不断下降。这次交易将环球影城和美国网络的娱乐资产合并在一起，形成了所谓的维旺迪环球娱乐公司。经过多次并购后，维旺迪表示，它希望实现巨大的协同效应，这将提高顾客的满意度、娱乐档次和订购费。②

梅西尔为 CANAL⁺ 支付了 125 亿欧元，尽管任何公司在改造欧洲有线公司以创造更多的利润时都会受到能力限制。CANAL⁺ 没有盈利，并且有大约 28 亿欧元的债务。梅西尔也购买了 Cegetal ——一家法国固定电话公司 44%的股权，这家公司拥有第二大移动电话运营商 SFR 80%的股份。除此之外，维旺迪还以 22 亿美元现金和 5 亿美元债务购买了霍顿米夫林出版公司（Houghton Mifflin）③，并拥有一家控股美国美净公司（U. S. Filter Corporation）的设备公司。

在他的并购大餐的中期，梅西尔这位水务/世界媒体公司的首席执行官在 2001 年 9 月 4 日搬进了纽约。说梅西尔很自负似乎还有点低调。他自己也承认这可能是一个首席执行官的本性。他在书中说："不要指望一位首席执行官会行事温和，传统不适合他。不要说大抱负、远大理想这一说法与他更相称，尽管每个理想都有它落空的方式。"当这个抱负把公司领上了一条数十亿美元的亏损之路时，我们将不得不说它是对投资者资产价值的严重耗竭。相对于他的法国管理层和股东的苦恼，梅西尔更喜欢受到公众的关注——尤其是来自纽约的关注。

当维旺迪开始连续发生巨额亏损时，股东和债权人纷纷要求结束并购行为，并且开除了这位富有传奇色彩的首席执行官。在一个新的、更保守的管理团队接任后，公司开始解散由梅西尔建立的媒体与用具综合性企业，这一解散过程缓慢且代价高昂。

① "The Bronfman Family Feels Messier's Pain," *New York Times*, April 25, 2002.
② Vivendi Universal Press Release, December 17, 2001.
③ "Messier's Mess," *Economist*, June 6, 2002.

并购中的赢者诅咒假说

并购中的赢者诅咒（winner's curse）是一个很具讽刺意义的假说，是指高估目标公司价值的出价方将最有可能赢得收购交易，因为与那些准确估计目标公司价值的竞争对手相比，高估目标公司价值的出价方更愿意支付高的价格。这一结论并不是并购交易中所特有的，而是所有竞价活动的自然结果。① 这种现象更加普遍地存在于一些公共领域，例如棒球和篮球等体育运动的自由代理市场。② 在对 1974—1983 年 800 项并购的研究中，瓦雷亚发现，

① M. Baserman and W. Samuelson, "I Won the Auction but I Don't Win the Prize," *Journal of Conflict Resolution*, 27, 1983, 618-634.

② J. Cassing and R. Douglas, "Implication of the Auction Mechanism in Baseball's Free Agent Draft," *Southern Economic Journal*, 47, July 1980, 110-121.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在并购竞争中胜出的出价方对并购收益的估计比资本市场平均高出67%。[①] 他用获胜企业支付的溢价和市场作出负面反应之前的最高可能出价之间的差异来衡量高估的程度。这项研究证明了赢者诅咒假说的存在，同时也支持了自负假说。

失败的出价者会成为好的收购目标吗?

很多并购交易都没有实现预期效果，这向我们提出了一个问题：市场会惩罚那些失败的并购公司吗？以1 158家企业作为样本，米切尔和莱恩（Mitchell and Lehn）研究了1980—1988年的并购交易。[②] 他们发现，那些由于并购活动引起股权价值损失的企业更可能成为收购目标。也就是说，他们发现“企业成为并购目标的可能性与该企业股票价格由于并购出现的超常表现程度呈现出高度的负相关”[③]。他们的研究表明，收购行为可能既会导致问题的出现，也会产生相应的解决办法。假定市场能够正确地估价，那么一些减少市场价值的收购就可能是失败的交易，这就出现了问题。但是，市场可能会通过另一个交易收购“失败的出价者”来解决这个问题。米切尔和莱恩的研究还显示，仅仅考察收购公司的回报率会掩盖实际情况，过去的研究显示，收购公司的回报率为零或者略低于零，这其实是综合了成功交易和失败交易的结果。如果考虑到失败的交易对市场产生的负面影响，很显然成功的交易应该会对股票价格产生正面影响，而失败的交易则会使收购者的股票价格落后于市场。

管理者报酬与公司并购决策

与自负假说相关的一个并购理论是，管理层收购其他企业是为了扩大规模，从而使他们能够享受更高的报酬和收益。[④] 霍拉纳和津纳（Khorana and Zenner）分析了1982—1986年进行的84次并购，考察了其中51家企业管理者的报酬在并购决策中所起的作用。[⑤] 他们发现，在参与并购的企业中，企业规模和管理者报酬之间存在正向关系，而在那些没有参与并购的企业中却没有这种关系。不过，将成功的并购交易和失败的并购交易分别考虑时，他们

---

① Nikhil Varaiya, "The Winner's Curse Hypothesis and Corporate Takeovers," *Managerial and Decision Economics* 9 (1988), pp. 209-219.

② Mark L. Mitchell and Kenneth Lehn, "Do Bad Bidders Become Good Targets?" *Journal of Political Economy*, 98 (2), 1990, 372-398.

③ 同上，393页。

④ William Baumol, *Business Behavior, Value and Growth*, 2nd ed. (New York: Macmillan), 1959.

⑤ Ajay Khorana and Marc Zenner, "Executive Compensation of Large Acquirers in the 1980s," *Journal of Corporate Finance*, 4, 1988, 209-240.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现成功的并购提高了企业管理者的报酬，而失败的并购对管理者的报酬没有产生正面影响。如果考虑到失败的交易可能造成管理者离职的事实，那么失败的并购与管理者的报酬之间甚至存在负向关系。

对第五次并购浪潮的很多近期研究表明，首席执行官从并购交易中获得报酬。格林斯坦和赫里巴（Grinstein and Hribar）对 1993—1999 年间的 327 项大型并购交易的数据进行了研究①，在研究显示首席执行官报酬构成的财务报表时，他们发现 39%的董事会薪酬委员会将是否完成并购交易作为确定薪酬水平的一个因素。

其他动机

提高管理水平

某些并购的发生是因为收购公司的管理层相信自己能够更好地管理目标公司的资源。收购公司可能认为，根据自己的管理技能，在自己的控制下，目标公司的价值能够得到提升。这就导致收购公司向目标公司支付高于其现行市场价值的价格。

提高管理水平可能特别适用于大公司收购处于成长期的小公司的情况。通常由企业家领导的小公司可以提供销路良好的独特产品或服务，并以此促进目标公司的快速发展。

成长性企业可能发现它需要监督更大范围的分销网络，并且可能需要采取不同于以往的营销哲学。大公司制定各种决策所需要的管理技能是那些快速增长的小公司所不具备的。缺乏专业化管理可能会成为企业成长中的绊脚石，并且会限制它在更大的市场上进行竞争的能力。这些管理资源就是大公司能够提供给目标公司的资产。

很少有实证研究来证实提高管理水平这一动机的重要性。因为提高管理水平通常只是收购公司作出收购决策时所考虑的众多因素之一，这就很难确定哪项并购交易是完全出于提高管理水平这一动机的。将提高管理水平这一因素孤立起来并解释它在出价过程中的作用也很难。不过，认为获取管理收益是大公司收购成长性小公司的动机之一这种观点是合理的。

对于大型上市公司，通过并购实现管理层更换是最经济有效的方式。代理权竞争（proxy contests）使那些对现有管理层不满意的股东能够开除他们认为不称职的管理者。这一过程存在的一个问题是，公司民主并不代表人人平等。运用代理权竞争替换现有的管理层需要花费很高的成本，它会偏袒那

---

① Yaniv Grinstein and Paul Hribar, "CEO Compensation and Incentives: Evidence from M&A Bonuses," *Journal of Financial Economics*, 2003, 535 - 554.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些在董事会占据一席之地的管理层。因此，要在代理权竞争中获胜是非常困难的。本书第 6 章将会详细解释代理权竞争过程。

提高研发能力

研究与开发（R&D）对很多企业的未来发展起着十分重要的作用，尤其是制药企业。这是第五次并购浪潮中制药行业发生大量并购的原因之一。例如，1999 年葛兰素威康公司与史克必成公司合并，价值高达 730 亿美元，形成了该行业内最大的公司。两家公司同时合并了它们的研发预算，合并后的研发预算估计每年高达 40 亿美元，是当时其他一些大的竞争对手如辉瑞公司和默克公司的研发预算的两倍多。其他公司作出回应，纷纷寻找自己的并购目标，以期保持具有竞争性的制药研发水平。这一动机也有助于解释 2000 年辉瑞公司对华纳-兰伯特公司的成功并购。这项交易不仅提高了辉瑞公司的研发水平，还填补了其在药物开发程序上的空白，包括新添了全球销量最大的药品——立普妥（Liptor）。

扩大分销网络

对那些生产产品但没有直接的顾客通路的企业来说，就需要开发渠道来保证它们的产品以一种盈利的方式到达最终消费者手中。生产商和分销商或零售商之间的纵向并购经常会让竞争企业感到忧虑，担心自己会丧失分销渠道。与可靠的分销渠道建立紧密联系是企业成功的关键因素。

案例研究

默克公司——内部发展：收购研发力量的另一种选择

在第五次并购浪潮中，制药业发生了广泛的并购活动。这些并购交易的一个动机是，为开发新药品储备研发资源。这些因素可以用来解释 1999 年葛兰素威康公司对史克必成公司的巨额并购，以及 2000 年辉瑞公司和华纳-兰伯特公司的并购。不过，并不是制药业内所有的管理者都认为并购是提高产品开发能力的最佳方法。

一个著名的例子就是默克公司以内部开发计划代替并购交易。制药企业持续面临的一个问题是专利权，专利权可以让研发者收回药品研发过程中发生的巨额成本，但它最终会到期，从而使公司面临其他类似产品的竞争。例如，依那普利（Vasotec）牌抗高血压药和美降脂（Mevacor）牌抗高胆固醇药是默克公司两种销量最好的药品，其中依那普利将在 2000 年 8 月失去专利权的保护，而美降脂的专利权将在 2001 年 12 月到期。在第五次浪潮中制药产业发生了大量的合并，默克公司必须作出选择，是继续利用内部研发力量开发新的药品，还是参与高昂的并购活动来更新即将失去专利权保护的药品。默克公司决定独立进行创新，利用内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部研发力量，它研制出了一系列具有市场前景的新药品，如消炎药COX-2的抑制剂——万络（Vioxx）。

在一段时期，默克决定不通过外部收购获得研发力量引起了许多问题。在20世纪80年代，默克公司曾经创造了令人瞩目的收入增长。但是这种增长速度在90年代上半期有所放慢。到2001年初，在保持独立的情况下，默克公司再次占据了产业内收入增长和获利水平的领先地位。在2005—2006年间，由于受到万络药品诉讼案的巨大冲击，默克公司的增长有所下降。

税务动机

在财务界，税务动机是否是并购交易发生的一个重要决定因素这一问题一直存在着众多争议。一些研究认为并购可能是获得税务收益的一种有效方式。吉尔森、斯科尔斯和沃尔夫森（Gilson，Scholes and Wolfson）建立了证明税务收益与并购之间关系的理论框架。[①] 他们认为，在一小部分并购中，税务动机确实发挥了重要作用。海恩（Hayn）对这种关系进行了实证研究，发现"净营运损失产生的潜在税务收益向前结转，和未使用的税收抵免额度一起对进行免税并购的企业在交易宣布期间的收益产生正面影响。资本利得和逐步提高被收购公司资产的税基影响进行应税并购交易企业的收益。"[②] 此外，并购交易是否可以构成免税交易可能是决定该项交易能否继续进行的主要因素。有时候卖方会把免税作为批准并购交易的前提条件。

小 结

我们已经考察了并购的各种动机和决定因素。发展是并购的最基本的动机之一。并购为公司实现快速发展提供了一种方式。在一般情况下，除了采取并购方式外，公司的唯一选择是通过内部扩张实现缓慢增长。但是，竞争因素可能使得这种内部扩张效率低下。收购另一家公司也可能是希望获得经济收益。这些经济收益是产生了规模经济或者范围经济的结果。规模经济（economies of scale）是指随着企业经营规模（用收入或者产品产量衡量）的扩大而出现的单位产品成本下降的现象。当企业能够向现有的顾客提供更广泛

① Ronald Gilson, Myron S. Scholes, and Mark A. Wolfson, "Taxation and the Dynamics of Corporate Control: The Uncertain Case for Tax-Motivated Acquisitions," in John Coffee, Louis Lowenstein, and Susan Rose Ackerman, eds., *Knights, Raiders and Targets* (New York: Oxford University Press, 1988), pp. 273-299.

② Carla Hayn, "Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 23 (1), June 1989, 121-153.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的服务时，则产生了范围经济（economies of scope）。

规模收益被认为是企业进行横向并购和纵向并购的动机。横向并购是指竞争企业间的并购，而纵向并购发生在两家具有买卖关系的企业之间。尽管人们认为有时候追求垄断力量是引起横向并购的一个原因，但该领域的研究结果并没有支持市场上许多公司的看法，即它们认为在很多情况下市场支配力会实现真正的提高。纵向并购有时候能够提供有价值的收益，但有时候也会带来不可预见的负面影响。

其他收益可能以财务收益的形式出现，比如由两个或两个以上较小企业合并而成的大企业能更好地进入资本市场，从而获得较低成本的融资渠道。不过，对于这一动机，财务领域中还存在着大量的争论，它的重要性和有效性仍然是人们争议的话题。

并购的另一种动机是提升管理水平。出价公司愿意向目标公司支付溢价，这可能是因为它预期将自身卓越的管理能力运用于目标公司之后会产生一定的收益。不过，出价公司可能会错误地认为自己可以使目标公司获得比市场估计更高的收益。自负而不是客观分析成为驱动并购交易的因素。自负的存在提高了购买方因赢者诅咒而告终的可能性。后两种动机是驱动并购交易的人为因素的例子。本质上，管理者的个人动机不应该取代全面的分析，但是我们不能忽视人为因素在并购领域起到的重要作用。

并购中还存在许多其他动机，包括通过收购那些有较强的研发实力的企业来加速自身的研发过程。另外一些收购公司可能因其具备完善的分销系统而富有吸引力。类似的动机还有很多，并且各种交易的动机互不相同。

税收在并购交易决定因素中的地位仍存在着大量的争议。一些研究指出它仅在少量的交易中发挥重要作用，而其他研究则表明它的作用相当重要。

案例研究

西尔斯——一个失败的多元化战略

1992年，西尔斯＆罗巴克百货公司（Sears, Roebuck and Co.）宣布剥离金融服务部门，重新将经营重心转移到其全球闻名的零售业务上，从而结束了其在金融服务领域野心勃勃且花费巨大的探索历程。西尔斯＆罗巴克百货公司由阿尔瓦·罗巴克（Alvah Roebuck）和理查德·西尔斯（Richard Sears）于1886年创立。20世纪初创建了金融部门，负责处理本公司向其顾客提供的信贷业务。20世纪30年代建立了全州（Allstate）保险部门，提供汽车保险业务。20世纪50年代又建立了西尔斯＆罗巴克承兑公司（Sears Roebuck Acceptance Corporation），为公司处理短期财务管理事务。

在这一期间，西尔斯＆罗巴克百货公司开展了自己的信用卡业务。因此，金融服务对西尔斯来说不再陌生。不过，可能除了全州保险销售业务和其后来进入共同基金领域并购买了加利福尼亚金融公司（California Financial Corporation）这家大型储蓄与贷款机构外，这些金融业务都是从属于公司的零售业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扩张进入金融服务领域

20 世纪 70 年代末，西尔斯的管理层对公司零售业务的表现很不满意。公司的市场正一点点地被沃尔玛夺走，沃尔玛是一家以像西尔斯这样的传统零售商的损失为代价而逐步发展起来的公司。但西尔斯的管理层并没有尽力解决问题，而是认为公司无法在零售业内取得理想的收益，实现公司财务目标的唯一办法是，进入他们认为更加有利可图的行业——金融服务业。1981 年，西尔斯公司以总价值约为 1.75 亿美元的股票和现金购买了科威国际不动产（Coldwell Banker & Co.），又以略高于 6 亿美元的股票与现金购买了添惠公司（Dean Witter Reynolds，Inc.）。在进行这些并购活动时，西尔斯的管理层认为自己收购了相关领域的领导企业。科威国际不动产是美国最大的房地产经纪公司，而添惠公司是一家较大的股票经纪公司。

预期的协同效应：向各部门顾客进行交叉销售

西尔斯管理层认为，在西尔斯企业旗下，向各个部门的顾客进行交叉销售的机会很多。据说西尔斯拥有超过 2 500 万的信用卡持有者。每个人都被看做是证券和房地产销售的潜在顾客。只要发生了这些交叉销售，协同收益就能得以实现。和许多希望实现交叉销售的并购企业一样，公司各部门没有成功地实现这些过分乐观的目标。

预期的协同效应：通过零售商店销售金融服务

西尔斯希望像一家银行那样深入开拓金融服务的计划受到了阻挠。基于该公司在其他金融服务领域的投入成效，监管者阻止西尔斯公司在其原本不成功的领域投入更多的资源。尽管如此，西尔斯公司仍然试图通过位于 300 多家零售商店的金融服务中心来推销其金融服务。但这些中心并不盈利。在销售割草机和洗衣机的地方推销房屋和股票，这一策略损害了公司跟上那些目标更加集中的专业化竞争对手的步伐的能力。

公司治理：管理层控制的董事会以及机构投资者的反对

吉兰、肯辛格和马丁（Gillan，Kensinger and Martin）记录了西尔斯总裁爱德华·布伦南（Edward Brennan）与 LENS 基金的罗伯特·蒙克斯（Robert Monks）领导的机构投资者之间的战争。① 管理层占据了董事会的大部分席位，而且董事会成员互相是对方企业的董事，创造了一种非常亲密的气氛。公司内部人员控制了最重要的董事会。吉兰及其同事给出了西尔斯是一家“缺乏管理责任的企业”的结论。直到市场已经开始严重质疑西尔斯的多元化策略，管理层和董事会才开始严阵以待，并试图强行阻止外部的不满情绪。最终，到 1991 年，公司董事会中内部人员的数量减少到只有一人。

市场反应与股东收益

每当宣布并购交易时，市场总是会对企业宣称的协同效应产生怀疑。投资者通常以不作出反应或者施加抛售压力来表现这种怀疑，这导致出价公司的股票价格在宣布并购计划后下跌。不过，西尔斯公司的情况并非如此。一开始市场对西尔斯的多元化并购给予了正面反应，但最终市场意识到自己的错误，由此导致西尔斯的股票价格相对于其行业内竞争对手来说变弱了。这就告诉我们，尽管从长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期来看证券市场具有一定的有效性（当然不是完全有效），但它们有时候也可能会在错误的方向上作出反应。有效仅仅是指市场能够对诸如并购这样的消息作出迅速的反应。这并不意味着这些反应是正确的或者理性的，而仅仅是指反应迅速。吉兰及其同事评价了西尔斯公司股东的收益相对于市场和整个行业的情况，他们发现，如果在1981年1月1日向西尔斯公司投入100美元，最后将得到746美元；而如果将其投入一个与西尔斯经营业务类似的假想证券组合中，最后可得到1 256美元。显然，投资于西尔斯公司的股东承担了很高的机会成本。

① Stuart Gillan, John W. Kensinger, and John Martin, "Value Creation and Corporate Diversification," *Journal of Financial Economics* 56 (1), January 2000, pp. 103-137.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2部分 敌意收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章

反收购的措施

20 世纪 80 年代，公司的敌意收购水平达到了新的高度。在收购过程中公司创新了很多技巧，加大了收购的攻击性。尽管敌意收购策略提升了，但最初公司防御的方法却发展缓慢。不过，随着受威胁企业对融资资源的加大利用，反收购措施变得日益精细且难以攻破。到 20 世纪 80 年代末，反收购防御技巧已经变得非常复杂。大型投资银行组织了防御专家队伍，和大公司的管理层一起建立了坚不可攻的防御措施，以抵抗第四次浪潮中日益犀利的攻击者。在装备好各种防御措施之后，投资银行家队伍和他们的法律顾问，随时准备被分派到最激烈的收购战役中，向目标公司的管理层提供正确的行动建议，以挫败收购者的袭击。到 20 世纪 90 年代，大多数美国大型企业都采取了不同形式的反收购措施。这些反收购措施可以分为两类：预防性措施（preventative measures）和主动性措施（active measures）。预防性措施被用来减少发生意图在财务上取得成功的敌意收购的可能性。而主动性措施是在敌意收购报价出现之后才采取的措施。

本章将描述那些使用最频繁的反收购措施，并详细探讨这些措施对股东财富的影响这一富有争议的话题。反对实施反收购措施的人们声称，反收购措施维护了管理层，并减少了股东的投资价值。反对者将袭击者的行为视为使管理层保持“忠诚”的一个因素。他们认为，感受到袭击者威胁的管理者将会更有效率地经营企业，继而导致企业的股票价格更高。而支持使用反收购措施的人们认为，敌意的袭击者对企业的长期价值没有兴趣，他们只是以牺牲企业可能数十年才建立起来的基业来追求榨取短期收益的投机者。运用反收购措施则可以阻止这些袭击者的行动。因此，反收购措施的支持者会毫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不犹豫地采取行动削减这些短期股东的权利，因为在他们眼中，这些短期股东的分量是抵不上长期股东以及其他利益相关者（stake-holders）如企业员工和当地社区的。但是，关于反收购措施影响股东财富的观点没有达成一致，使这个问题在某种程度上仍悬而未决。有些研究表明反收购措施对股东财富产生了明显的负面影响，而其他研究则指出它们没有对股东财富产生负面影响。本章概括了这一领域大部分的研究成果，使读者能够作出独立的判断。

管理者堑壕假说与股东权益假说

管理者堑壕假说（management entrenchment hypothesis）指出，当管理层采取行动阻止控制企业的企图时，没有参与行动的股东的财富减少了。该理论假定公司的管理层会努力采取主动性的和预防性的公司防御措施来维护他们的地位。根据这个观点，股东财富会因市场对公司股票的再次评估而减少。

股东权益假说（shareholder interests hypothesis），有时也称为利益收敛假说，是指当管理层采取行动防止控制权变化时，股东的财富会增加。在防止收购企图时管理层不需要付出全部精力的事实被认为是节省成本。这种成本节省可能表现为提高管理层的时间效率、减少代理权争夺的费用和设立规模较小的投资者关系部门。延伸股东权益假说也可以认为，反收购防御可以通过竞价过程来实现股东价值最大化。管理层可以申明，除非收到符合股东利益的出价，否则他们不会撤销防御措施。

在考察各种反收购措施对股东财富的影响时，无论是预防性的还是主动性的，我们都将考察它支持这两种互相对立的假说中的哪一种。如果某个反收购措施的实施引起了股东财富的减少，这就在一定程度上支持了管理者堑壕假说。但是，如果在实施这类防御措施之后，股东的财富增加了，股东权益假说就获得了支持。鉴于各种关于反收购措施的股东财富效应的研究结论是互相矛盾的，本书提供了这方面的几个研究结论，读者可以据此判断哪种理论是有效的。另外，关于这些假说，人们也进行了一些其他的研究，不过这些研究没有涉及反收购措施。这些研究中的部分结论也将提前阐述，以使读者在考察反收购措施的观点时能进行综合考虑。

莫克、施莱弗和维什尼在不考虑反收购措施的情况下考察了这两种对立的假说的有效性。[①] 他们结合其他几个相关因素来考察管理者堑壕，比如管理者在公司的任期、个性、是否是创建者，以及是否存在外部的大股东或者一群活跃的外部董事等其他因素。该研究以 1980 年《财富》500 强中的 371 家

① R. Morck, A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2), January/March 1988, 293-315.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业为样本，考察了作为独立变量的托宾Q值与董事会的持股数量之间的关系，托宾Q值是指公司所有股票的市场价值与所有资产的重置成本之比。他们发现托宾Q值随着董事会持股数量的增加而上升，但这种正向关系并不是完全一致的，因为所有权比重在0%～5%之间以及在25%以上时，托宾Q值与所有权比重之间存在正向关系，而所有权比重在5%～25%之间时则为负向关系。这种除去5%～25%范围外的正相关结论部分支持了股东权益假说，因为高的所有权比重意味着更深的管理者堑壕，而这又与更高的股票价格相联系，当然5%～25%的那部分除外。尽管在5%～25%部分出现了相冲突的结论，莫克、施莱弗和维什尼还是对股东权益假说提供了微弱的支持。读者在评价本章中所讨论的关于反收购措施的众多研究时，可以参考莫克等的研究结论。在第12章讨论公司治理时，我们再对董事所持股份问题进行详细探讨。

预防性反收购措施

预防性反收购措施在美国企业中很普遍。大多数《财富》500强企业都制定了万一公司成为敌意收购目标的防御计划。一些措施直接用来降低出价方能够在公司发现的价值。在第14章中我们归纳了引起目标企业价值增加的特征。这些特征包括稳定的高现金流、低的债务水平和低于企业资产价值的股票价格。这些特征的存在可能使公司容易成为收购的目标。因此，制定一些预防性措施，提前或者在敌意收购完成之前改变公司的这些特点，就会在很大程度上减少袭击者收购目标公司的财务动机。

早期预警系统：监控持股情况与交易模式

建立一套预防性反收购措施的第一步是分析公司的股权分布情况。特定群体的持股者，比如公司员工，一般对公司比较忠诚，并且可能会投票反对敌意出价。机构投资者投资某只股票通常是为了获得目标收益，它们可能会积极地利用敌意收购中的优惠价格和有利条件来获取收益。如果某家公司担心自己成为敌意收购的目标，它就需要密切地监控其股票的交易情况。一个突然的未预料的交易量的增长可能是出价方在宣布其收购企图之前囤积股权的信号。收购消息的宣布通常会导致股票价格的上涨，因此在消息宣布之前尽可能地囤积更多的股份就很符合收购方的利益。

预防性反收购措施的种类

事实上，设立预防性措施类似于一个筑墙过程的练习。更高更坚固的墙需要持续不断地设计和建造，因为这些袭击者连同他们的投资银行及法律顾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问，会尽全力设计各种方式去翻越这些防御措施。有时候这些防御措施也被称作驱鲨措施（shark repellants）。

本章将讨论以下几种预防性措施：

- 毒丸计划（poison pills）。这里的毒丸是指潜在的目标公司发行的、意在降低公司在敌意收购方眼中的价值的新证券。通常有两类毒丸：弹出（flip-over）和弹入（flip-in）。毒丸计划是一种可能有效的防御措施，任何敌意收购方都不得不严阵以待。
- 修改公司章程（corporate charter amendments）。目标公司可以在公司章程中实施各种修正条款以加大敌意收购方改变目标公司管理控制的难度。本章中将讨论的一些修正条款是绝大多数条款（supermajority provision）、轮换董事会（staggered board）、公平价格条款（fair price provision）和双重资本化（dual capitalization）。
- 金色降落伞。有时候提供给高级管理层的有吸引力的解雇协议也可以作为预防性反收购措施使用。如果单独使用，它们并不能阻止被收购，但是能够加强上述一些措施的效力，阻止收购进程的发展。不过，这种防御措施远远不及毒丸计划和修改公司章程有效。

第一代毒丸计划：优先股计划

毒丸计划由著名的并购律师马丁·利普顿（Martin Lipton）发明，他在1982年使用毒丸计划帮助埃尔·帕索电力公司（El Paso Electric）防御了通用美洲石油公司（General American Oil）的收购，并在1983年百富门公司（Brown Foreman）对抗雷那克斯公司（Lenox）的收购大战中再次使用。百富门公司是美国第四大酿酒厂，经营杰克·丹尼尔斯（Jack Daniels）威士忌、马爹利（Martel）白兰地和科贝尔（Korbel）香槟这类品牌的产品，年销售额达9亿美元。雷那克斯是大型磁器生产商，其股票在纽约证券交易所的交易价格大约为每股60美元。百富门公司认为雷那克斯公司的股票价格被低估了，并对其报出了每股87美元的收购价格。这个价格是公司上一年每股收益4.13美元的20多倍。对这种很有诱惑力的收购价格，雷那克斯公司很难还击。利普顿建议雷那克斯公司向每位普通股股东提供一份优先股股利，这份优先股能在雷那克斯公司被百富门公司收购后转换为40份百富门公司的股票。这些可转换的股份就构成了一种有效的反收购机制，因为一旦实施转换，将会严重地稀释掉布朗家族60%的股权地位。

雷那克斯公司用来抵御百富门公司的这类毒丸被称作优先股计划（preferred stock plan）。尽管第一代毒丸计划能够让敌意收购方陷入困境，它们还是有很多不足。首先，发行方可能要在相当长的时间甚至超过十年后才能赎回。其次，它们会立即对资产负债表产生负面影响，因为分析师在计算公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的杠杆比率时，可能会将优先股加入到长期负债中。这样，在实施优先股计划之后，公司的杠杆比率就会比较高，因而在投资者的眼中风险就更大。

近年来百富门公司开始从事具有更多战略性意义的收购活动。2000 年它购买了芬兰伏特加（Finlandia Vodka）45%的股权，并在 2004 年买下了余下的 55%。2006 年，它从法国酒厂查尔斯·杰奎与塞（Charles Jacquin et Cie）手中买下了尚博德（Chambord）品牌（皇家基尔鸡尾酒的主要成分）。

第二代毒丸计划：弹出毒丸

直到 1985 年末，毒丸计划被它的创始人马丁·利普顿完善之后才开始盛行起来。新的毒丸计划不涉及优先股的发行，因此更容易使用并且更加有效。它们也消除了因发行优先股而给资产负债表带来的所有不利影响。优先股被金融分析师看做是固定收益证券，优先股数量的增加通常被解释为提高了公司的财务杠杆和风险。

修订后的毒丸以购股权的形式出现，它赋予其持有者以较低的价格买入收购公司的股票的权利。这种购股权是公司发行的一种买入期权，允许持有者在规定的时期内依照特定的价格购买一定数量的股票。现代毒丸计划中使用的权利证明被作为股利分配给股东，当触发事件发生时就会被激活。典型的触发事件可以是以下的任一种：

- 任何个人、合伙人或者公司购买了流通股份的 20%；
- 要约收购目标公司 30%或者更多的流通股份；

弹出毒丸计划看上去是一种强有力的防御措施，但在英裔法国金融家詹姆斯·戈德史密斯（James Goldsmith）收购克朗·泽勒巴克公司（Crown Zellerbach Corporation）的过程中被有效地攻破了（见案例研究：戈德史密斯对抗克朗·泽勒巴克公司）。

案例研究

戈德史密斯对抗克朗·泽勒巴克公司

克朗·泽勒巴克公司是一家位于旧金山的林产品公司，拥有大量与森林相关的资产。在市场低估了克朗·泽勒巴克公司的资产的时候，詹姆斯·戈德史密斯看到了它的巨大价值。“我相信森林产业，我也相信林场。每个人都说它们是灾难，但它们却仍然在产生利润。总有一天人们会发现林场的真实价值。”① 克朗·泽勒巴克公司的董事长威廉·T·克里森（William T. Creason）考虑到公司很容易成为戈德史密斯这类袭击者的收购目标，采取了一套精心设计的反收购防御措施，以维护公司的独立性。这些措施如下（除毒丸计划以外的其他反收购措施将在本章的后面部分讨论）：

- 建立一支防御队伍。克朗·泽勒巴克公司建立了一支装备精良的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

防御队伍，包括著名的投资银行所罗门兄弟公司和律师马丁·利普顿。公司还聘请了公关专家格申·柯克斯特（Gershon Kekst），他的加盟高度说明了公共关系在收购大战中的重要作用。

● 更新股东的名单。公司更新了股东的名单，这样就确保一旦发起收购战争，公司能够迅速地联系到主要的机构投资者和个人投资者。

● 轮换董事会。轮换董事会成员的选举，使得控制董事会变得更加困难。

● 制定反绿票讹诈的修正条款。克朗·泽勒巴克公司在公司章程中制定反绿票讹诈的修正条款，这样就杜绝了袭击者为期望得到有吸引力的绿票讹诈补偿而进行收购的可能性。

● 增加绝大多数条款。变更公司章程，规定在今后若要修改规章制度，需要2/3以上的股东投票同意。

● 实施毒丸计划。克朗·泽勒巴克公司的毒丸计划允许股东在并购后的公司中以100美元的价格购买价值200美元的股票。这种向克朗·泽勒巴克公司现有股东提供的重大折扣将使公司价值减少。如前所述，毒丸以购股权的形式发行，当收购方购买了克朗·泽勒巴克公司20%的股票，或者收购方提出了对克朗·泽勒巴克公司30%股权的收购要约时，这种购股权就会被激活。如果收购方购买了公司100%的股票，这种购股权就可以被执行。

对于袭击者而言，这种购股权是一个非常棘手的障碍，没有出价方愿意触发它们。不过，由于涉及重大的财务激励，市场发展了一种规避这类防御措施的手段。这项创新手段是由代表詹姆斯·戈德史密斯的团队最先运用的。为了使克朗·泽勒巴克公司仍然能与合适的收购方达成交易，购股权与股票分开交易，董事会可以以每份50美分的价格从股东手中赎回或者是取消这些购股权。但是一旦袭击者收购了克朗·泽勒巴克公司20%的股票，这些购股权就不能再被赎回，并且10年内有效。

毒丸后果的破坏性非常大，人们希望它能阻止戈德史密斯持有的股权不超过20%。但是如果他继续购买怎么办呢？毒丸能够阻止他在公开市场上获得控制权吗？利普顿警告说："毒丸计划并不能阻止并购的发生。对一个愿意获得公司的控制权，并且能够等到权利失效后再获得100%所有权的袭击者来说，毒丸计划是不起作用的。"② 戈德史密斯的策略是只买入克朗·泽勒巴克公司50%的股票。他一点一点地买入这些股票，但是一旦获得了公司的控制权后他就停止了收购。当戈德史密斯购买的股票超过了20%时，这些购股权被发行，但它们从来都没有执行过，因为戈德史密斯最终都没有买入100%的股票。

在这次并购中很具讽刺意味的是，戈德史密斯利用克朗·泽勒巴克公司的毒丸计划反击了克朗·泽勒巴克公司。购股权发行之后，克朗·泽勒巴克公司发现很难再选择其他的防御措施，比如寻找通常被称作白衣骑士的友好购买人。这种严重减少企业价值的购股权降低了潜在的白衣骑士的兴趣。这实际上使克朗·泽勒巴克公司变得更容易被收购。克朗·泽勒巴克公司的管理层在经过长时间但无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效的斗争后，被迫接受了戈德史密斯的收购。

① Moira Johnson, *Takeover* (New York: Penguin, 1986), p. 55.

② Ibid., p. 121.

家庭国际公司与毒丸计划的合法性

现代版本的毒丸计划受到了各种法律的质疑。家庭国际公司（Household International Corporation）实施的毒丸计划就受到了这类法律质疑［见案例研究：戴森-基斯纳-莫兰（Dyson-Kissner-Moran）对抗家庭国际公司］。1985年11月，特拉华州高级法院判决家庭国际公司使用的毒丸计划是合法的。法庭认为这项毒丸计划不一定将所有的出价方都排斥在外，相反它为目标公司寻求更高的出价方提供了机会。

在毒丸计划的运用得到了法庭的支持之后，大公司很快建立起自己的毒丸计划防御体系。到20世纪90年代，毒丸计划防御措施已经十分普遍（见图5—1）。

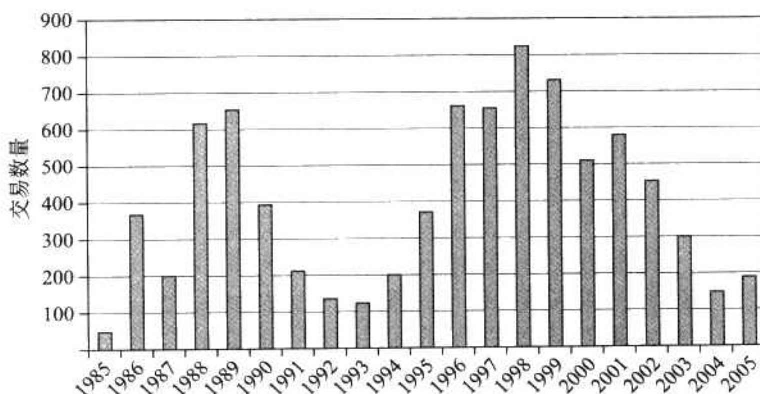


图5—1　1985—2005年毒丸计划的采用情况

资料来源：Thomson Financial Securities Data。

案例研究

戴森-基斯纳-莫兰对抗家庭国际公司

家庭国际公司是位于伊利诺伊州展望高地的一家大型金融服务公司。尽管它的主营业务是在金融服务行业，但它还拥有多元化的控股公司，包括家庭金融公司（Household Finance）、国民汽车租赁公司和一家零售食品公司。约翰·莫兰（John Moran）是家庭国际公司的一个大股东和董事，计划通过其位于纽约的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司戴森-基斯纳-莫兰公司收购家庭国际公司。戴森-基斯纳-莫兰公司的规模大约只有家庭国际公司的1%。它并没有对家庭国际公司进行敌意收购，但确实着手商议购买这家公司。其他董事不愿意家庭国际公司被莫兰的投资公司收购，决定实施一项在出价方购买家庭国际公司股份超过20%时就会被激发的毒丸计划来阻止并购交易。莫兰认为管理层和董事实施毒丸计划是为了保护他们的地位。因此，在著名的收购律师约瑟夫·弗洛姆（Joseph Flom）的提议下，莫兰于1984年8月17日在家庭国际公司的注册地——特拉华州对家庭国际公司提出起诉。在大法官法庭败诉后，莫兰向特拉华州最高法院提出上诉。但是，1985年11月，特拉华州最高法庭判定家庭国际公司的毒丸计划是合法的。对家庭国际公司作出的判决极为重要，因为它有助于奠定毒丸计划作为反收购防御措施的合法地位。由于很多公司都在特拉华州注册，这次判决产生了极大的影响。①

① Moira Johnson, *Takeover* (New York: Penguin, 1986), p. 55.

第三代毒丸计划：弹入毒丸

弹出毒丸计划是有缺陷的，它们只有在出价方收购了目标公司100%的股权后才有效，而不能有效防御对目标公司达到控制权但又不到100%的股权收购。由于大多数收购方会想获得目标公司100%的股权，以不受限制地使用该公司的资源，因此，虽然不能阻止全部控制权交易的发生，弹出毒丸计划还是能够阻止大部分的控制权交易。弹入毒丸（flip-in poison pill）是一种创新，用来应付收购方不打算购买目标公司100%的股权的情况。针对弹出计划，收购方只要不买入目标公司的所有流通股就可以避免毒丸的影响。

弹出权使持有者能够获得收购方的股票，与之相反，弹入条款则允许持有者有权购买目标公司的股票。弹入权被设计用来稀释目标公司的股权，而不管收购方是否将目标公司并入自已的企业。在袭击者只寻求获得目标公司的控制权但并没有取得大多数股票的时候，弹入计划是有效的。实际上通常持有不到51%的股权就可以获得公司的控制权。对于那些股权比较分散的企业尤其如此，在这些企业中，大多数股东只持有很小比例的股票。弹入购股权的存在就使得这类控股权收购变得非常昂贵。

一项弹出毒丸计划中也可以包含弹入购股权条款，这样就将两者的优势结合在一起，弹出计划用以抵御100%股权的敌意收购，而弹入计划用以抵御不到100%股权的控制型收购。

后端计划

毒丸计划中的另一种形式是后端计划（back-end plans），也被称为票据购买权计划（note purchase rights plans）。第一个后端计划在1984年使用。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后端计划下，股东获得了一种权利股利，股东能将这种权利连同一份股票以发行方董事会规定的后端价格交换成等值的现金或者其他高级证券。这些权利在收购方购买目标公司的股份超过了规定比例时就会被执行。后端计划设定的价格一般高于市场价格，这样后端计划就给收购者设立了一个最低收购价。不过，董事会必须确保设立的价格合理。

后端计划被用来限制二步要约收购的有效性。事实上，后端是指二步收购的后端。不过，如果二步收购被认为是强制性的，并且与威廉姆斯法相冲突，那么后端计划就与其没有关系。

投票计划

投票计划最早使用于 1985 年，被用来防止外部机构获得公司的投票控制权。在投票计划下，公司发行优先股股利，如果外部机构获得公司较大比例的股票，这些优先股的股东就有优先投票的权利。这就可以防止那些大量股份的持有者，一般是指敌意收购者，获得目标公司的投票控制权。投票计划的合法性曾经遭到法律的质疑，因此没有被普遍采用。

毒丸计划的实施机制

毒丸计划是通过向普通股股东持有的每份股票分配一份权利股息来实施的。权利股息持有者有权在实施阶段购买股票，实施阶段一般为 10 年。董事会通常在不经过股东同意的情况下实施权利股息计划，除非出现了触发事件，比如收购方宣布购买了发行方 20%的股票或者提出了收购 30%股权的要约，否则权利股息只能依托在普通股上进行交易，且不会发行单独的权利证明。但是，一旦触发事件出现，这些权利股息就会与股票分离，变成可以执行。在那一刻权利证明就会被邮寄给股东。不过，这些权利的执行价格被制定得太高，执行它们将没有任何意义，因此实际上它们没有任何价值。不过，当收购方结束购买目标公司的股票时，这些权利会再次被激活，并赋予持有者以 50%的原定价格购买股票的权利。

如前所述，在触发事件出现之后，发行者可以权衡利弊，以一种名义上的价格，比如说每份权利 0.02 美元，赎回这些权利。例如，如果发行方收到一个他认为价格合理的收购要约，这些权利的存在就会妨碍有利交易的进行，发行者可能就会想要取消这些股权。不过，一旦出现了第二次触发事件，董事会就再也不能赎回这些权利。[1]

---

① R. Matthew Garms, "Shareholder By-Law Amendments and the Poison Pill: The Market for Corporate Control and Economic Efficiency," *Journal of Corporation Law*, 24 (2), Winter 1994, 436.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空白支票优先股

尽管董事会可能有权发行权利股息，但发行的份数要遵守公司章程的规定。由于这个原因，董事会标准的做法是创设和保留一定量的优先股，以便在这些权利股息能够执行的情况下发行优先股。[①] 这就避免了董事会需要恳请股东的同意来修改章程，以发行满足这些权利股息需要的股票。这种对股东批准的请求等同于对毒丸计划进行公决，它还意味着增加了延误与不确定性，并且将削弱毒丸计划的防御效果。

永久性条款、缓期性条款和限时性条款

毒丸计划可以被目标公司的董事会取消。利用这一特点，发起与取消毒丸计划相一致的股权收购，收购方就能够消除毒丸计划的影响。提供的溢价越高，董事会取消毒丸防御计划的压力就越大，永久性条款（dead hand provision）给予毒丸计划执行时目标公司董事会成员或者董事会指定人员履行毒丸计划的权利。即使这些董事被逐出了董事会，他们仍保留了控制毒丸赎回的投票权。一些州立法院没有接受永久性条款。[②] 例如，永久性条款曾经在某些州如特拉华州被判定无效。[③]

缓期性条款（slow hand provision）规定了只有前任董事会成员能够履行毒丸计划的时间期限，这一期限通常为 180 天。[④] 如宾夕法尼亚州就允许使用缓期性条款。限时性条款（no hand provision）则将毒丸计划的执行时间规定在某一具体时间范围内。

毒丸的阴影

收购方不能只盯着目标公司，并从目标公司没有实施毒丸计划的事实中得出它不必面对这类防御措施的结论。目标公司可能仅在收购发生后才实施毒丸计划。对于一家大型公司而言，如果董事会成员同意实施毒丸计划，只需在一天内通过召开董事会会议就能完成。[⑤] 收购方应该知道何时去权衡目标企业的防御措施，这是事实。

---

① Arthur Fleischer, Jr. and Alexander Sussman, *Takeover Defense*, 5th ed. (New York: Aspen, 1995), pp. 5 - 105.

② *Carmody v. Toll Bros., Inc.*, 723 A. 2d 1180 (Del Ch. 1988).

③ *Quickturn Design Systems v. Mentor Graphic Corp.*, 721 A. 2d 1281 (Del. 1999).

④ *Special Study for Corporate Counsel on Poison Pills*, William A. Hancock editor (Chesterfield, Ohio: Business Laws), 2002, 101.010.

⑤ John C. Coates, "Takeover Defense in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence," *Texas Law Review* (December 2000).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

限定毒丸计划使用的法律规定

一些法院在某些收购战引起的法律诉讼中发布了法令，对毒丸计划的使用进行了限制。1988 年英国出版商罗伯特·马克斯韦尔（Robert Maxwell）成功地挑战了出版商麦克米伦公司（Macmillan）的毒丸计划。特拉华州法院判决麦克米伦的毒丸计划不公正地歧视了马克斯韦尔对纽约出版公司的收购报价。法院认为毒丸计划应该用于促进竞价。根据法院的观点，麦克米伦公司的毒丸计划阻止了有效的竞价过程。同样在 1988 年，特拉华州法院对英特科公司（Interco）的毒丸计划作出了类似的判决，认为英特科公司不公正地支持了自身的资本重组计划而歧视了雷尔斯（Rales）的股权收购（这个案例将在本章后面部分进行详细介绍）。

公司治理和“可嚼碎的”毒丸

一些积极的股东，比如套利者和对冲基金以及像加州公务员退休基金（CALPERs）这样活跃的养老基金，曾经质疑某些毒丸计划被用来保护业绩差的管理层。因为只有董事会成员而不是股东有权实施毒丸计划。董事会单独实施毒丸计划的权力引起了很多股东活跃分子的抗议。一种试图限制这种单独权力的毒丸是可嚼碎的（chewable）毒丸。如果公司收到某类收购要约，比如说，要约提出了以某种价格或某种类型的对价进行，这些毒丸就会自动消失，或者由股东投票决定如何处理。

毒丸计划对股票价格的影响

一些研究考察了毒丸条款对股票价格的影响。马拉特斯塔和沃尔金（Malatesta and Walking）研究了 1982—1986 年间 132 家公司宣布实施毒丸计划时所受到的影响。① 他们发现，公司采取毒丸计划防御措施会减少股东的财富，并且平均来说，宣布实施毒丸计划的公司股票在前后两天内产生了微小的但在统计上显著的负的超常收益（−0.915%）。这些公司放弃使用毒丸计划后，又显示出了正的超常收益。

马拉特斯塔和沃尔金的研究结论对管理者堑壕假说提供了支持，因为实施了毒丸计划的公司一般财务业绩要低于平均水平。他们还发现，平均而言，那些接受了毒丸计划的公司其管理层的所有权比重要远远低于行业平均水平。这就支持了管理者堑壕假说。马拉特斯塔和沃尔金的研究结论得到了迈克

① Paul H. Malatesta and Ralph A. Walking, “Poison Pills Securities: Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2), January/March 1988, 347–376.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔·赖尼盖尔特（Michael Ryngaert）的证实，他研究了在 1982—1986 年期间实施了毒丸计划的 380 家公司。① 赖尼盖尔特发现，那些受到并购威胁而采纳了毒丸计划的公司，其股票价格出现了统计显著的下降。赖尼盖尔特还分析了毒丸计划的合法性受到质疑时，目标公司股价受到的影响。他指出，在实施毒丸计划被判定合法的 18 家公司中，有 15 家产生了负的超额收益，在毒丸计划被判定为无效的 11 家公司中，有 6 家产生了正的超额收益。赖尼盖尔特的研究也提到毒丸计划作为一项反收购防御措施的有效性问题。他发现实施毒丸计划的公司更有可能击退敌意收购。那些受到毒丸保护的公司在收到敌意的出价后，有 31%保持了独立，而那些没有毒丸保护的公司在收到敌意的出价后仍保持独立性的只有 15.78%。另外，在 51.8%的收到敌意出价的公司中，被毒丸保护的公司都得到了更高的价格，赖尼盖尔特将这归功于毒丸计划。这些发现与接下来要讨论的乔治森（Georgeson）的研究结果是一致的。

案例研究

甲骨文公司被仁科公司的毒丸计划逼得进退维谷

2003 年 6 月，甲骨文公司对仁科公司发起了价值达 77 亿美元的敌意收购，甲骨文公司是美国的第二大软件制造商，排名仅在微软公司之后，而仁科公司在美国软件制造业中排名第三。这两家公司都经营应用于供应管理以及其他财务功能的“办公平台”软件。甲骨文公司野心勃勃的首席执行官劳伦斯·埃利森（Lawrence Ellison）执意收购仁科公司，而仁科公司挥舞着强大的毒丸计划防御大旗，将埃利森逼得进退维谷。这场收购大战持续了大约一年半。仁科公司之所以能够阻止甲骨文公司完成收购过程，这全部要归功于它实施了强有力的毒丸计划。

仁科公司的董事会以价格不合适的理由拒绝了甲骨文公司的收购，并且拒绝撤销毒丸计划。甲骨文公司后来在特拉华州提起诉讼，迫使仁科公司解除了这项防御措施。在收购过程中，甲骨文公司将收购价格由最初的 19 美元提高到 26 美元，后来降到 21 美元，最后又返回到 24 美元。在被甲骨文公司敌意收购的过程中，仁科公司还运用了一种新颖的防御措施，它向购买仁科公司软件的顾客提供了高达 5 倍多的注册费用减免。仁科公司为这种防御措施辩护说，敌意收购将使仁科公司很难产生销售收入，因为顾客会担心他们购买了仁科公司的软件后，甲骨文公司的收购会使软件的维护难以继续。由于甲骨文公司有自己的竞争性产品，它就没有动机继续开发竞争对手的软件。具有讽刺意味的是，甲骨文公司事实上需要的是仁科公司的顾客群体，而不是它的产品，更不用说它的众多员工。

---

① Michael Ryngaert, “The Effects of Poison Pill Securities on Stockholder Wealth,” *Journal of Financial Economics*, 20, January/March 1988, 377 - 417.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着两家公司之间的管理层展开了人身攻击，收购双方之间的敌对情绪更加严重。仁科公司的管理层称埃利森为行业内的"达思·韦德"（Darth Vader）。最后仁科公司董事会自己也厌烦了这种处理收购战争的方式，他们要求公司的首席执行官克雷格·康韦（Craig Conway）逐渐降低了对抗力度。

在持续了大约一年半后，最终仁科公司在2005年1月作出了让步。一周后，甲骨文公司向仁科公司上千名员工递送了工资清算通知。虽然毒丸计划没有直接维护这些员工的利益，但仁科公司的股东却获得了高达103亿美元的收购价格。员工也间接地受益于这场持续对抗的收购战，他们中间的许多人进行了其他就业安排。这次收购的显著特征是在防御中有效地运用了毒丸计划，并显示了毒丸计划在提高股东价值方面的作用。不过，它在显示毒丸计划的有效性的同时也表明，对一个意志坚定的收购者来说，即使运用毒丸计划也不能阻止他愿意支付越来越高的价格。

毒丸计划对收购溢价的影响

大型律师事务所乔治森公司［Georgeson and Company，现被称为乔治森股东公司（Georgeson Shareholders）］开展的两项考察毒丸计划对收购溢价的影响的研究被经常引用。在1988年3月发表的一项研究中，这家事务所指出，在收购中，有毒丸保护的公司比没有毒丸保护的公司得到了高出69%的溢价。这项研究将支付给受毒丸保护的公司的溢价与没有毒丸保护公司的溢价进行了比较。在乔治森的样本中，受到毒丸保护的公司得到了高出其6个月前的股票交易价格的78.5%的溢价。而没有受到毒丸保护的公司只得到了高出56.7%的溢价。事务所后来在1997年11月对1992—1996年间的交易进行了分析，得出了类似的结论，不过溢价的差异变小了。与那些没有受到毒丸保护的公司相比，受到毒丸保护的公司得到的溢价平均要高出8个百分点。如图5—2所示，小资本市值的公司间的溢价差距要大于大资本市值的公司。

乔治森在两项研究中发现的毒丸计划对收购溢价有正面影响的结论也被一些学术性研究所证实。柯蒙特和斯治威特（Comment and Schwert）也发现了毒丸计划与更高的收购溢价相关。[①] 更具体地，瓦雷亚发现反收购措施是收购溢价的决定因素之一。[②]

乔治森的研究结论与之前人们普遍接受的毒丸计划不利于股东的观点相矛盾。部分研究证明毒丸计划会引起股票价格的下降，因为受到毒丸保护的公司更加难以被收购，这类公司成为收购目标的可能性就较小。但是，乔治森的研究却显示，在收购发生时这类公司的溢价会更高。

① Robert Comment and G. William Schwert, "Poison or Placebo: Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures," *Journal of Financial Economics*, 39, 1995, 3-43.

② Nikhil P. Varaiya, "Determinants of Premiums in Acquisition Transactions," *Managerial and Decision Economics*, 8, 1987, 175-184.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

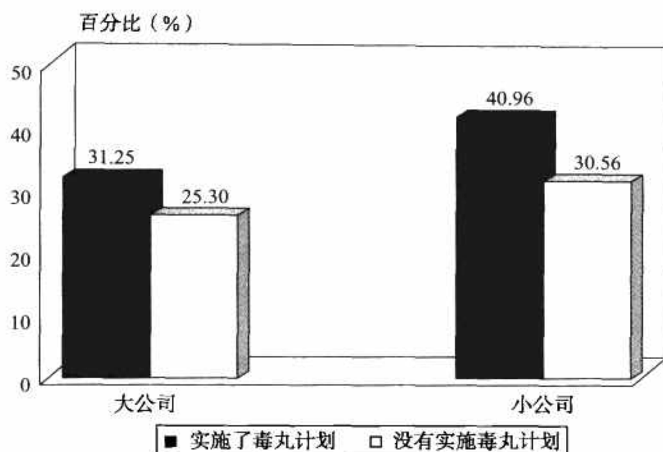


图 5—2　收购溢价和毒丸计划，按目标企业的资本市值分类
（资本市值在 10 亿美元及以上为大公司；资本市值在 10 亿美元以下为小公司）

资料来源：*Poison Pills and Shareholder Value: 1992—1996*, Georgeson & Company, November 1997。

毒丸计划和竞价过程

毒丸计划会引起高的收购溢价，这一事实已经被更多的关于毒丸计划与竞价过程关系的研究所证实。[1] 毒丸计划会引起更高的溢价的一个原因是它们促进了竞价过程。布拉德利、德塞和金证明竞价会导致收购溢价升高到 11.4%[2]，而柯蒙特和斯治威特则认为增加的溢价为 13%。毒丸计划常常会因收购方提高出价或者提供有吸引力的全部现金收购要约而打破。全部现金收购提供的溢价高达 12.9%。[3] 面对竞价带来的更高价格和更有吸引力的条件，比如全部现金收购，目标公司的董事会经常感受到解除毒丸计划的压力。

毒丸计划对股东财富影响的研究结论

研究一致认为实施毒丸计划会引起目标公司股票价格产生负的超常收益，虽然这些收益不是很大。但是我们必须认识到，这些研究集中在宣布采纳毒

① Robert Comment and G. William Schwert, "Poison or Placebo: Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures," *Journal of Financial Economics*, 39, September 1995, 3-43.

② Michael Bradley, Anand Desai, and E. Han Kim, "Synergistic Gains From Corporate Acquisitions and Their Division Between the Shareholders of the Target and Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 21, May 1988, 3-40.

③ Yen-Sheng Huang and Ralph A. Walking, "Target Abnormal Returns Associated With Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance," *Journal of Financial Economics*, 19, December 1987, 329-349.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丸计划前后一段短短的时间内。有毒丸保护的公司最终被收购时都可能会因此表现出更高的收益。这部分更高的溢价并没有体现在这些研究中。

毒性卖权

毒性卖权（poison put）是毒丸计划体系中一个特别的变种。它们涉及发行含有卖权的债券，这些卖权在敌意收购发生时才会被执行。这类债券持有者可以将这种特殊的债券在特定时期内按照特定价格卖给其他个人或者公司。发行公司希望持有者兑现这些债券，对合并后的公司产生大量的现金需求，从而使得收购交易看上去很不具有吸引力。不过，如果收购公司能够说服债券持有者不兑换它们的债券，就可以避免这部分现金支出。此外，如果债券提供的利率高于当前的市场利率，那么兑现的可能性就不会很高。

公司章程的修改

修改公司章程是一种常见的反收购措施。可以修改的程度取决于当地的法律，各州的法律差异很大。公司章程修改通常需要获得股东的批准，大部分反收购条款的修订都能获得通过，只有在管理层的表现极其糟糕的情况下，股东才会积极地抵制反收购条款的修改。这是因为管理层通常比那些反对修订条款提案的股东更容易开展游说工作。股东倾向于批准这些修改的另一个重要原因是，美国大公司中大部分股东是机构投资者，过去它们通常支持管理层。不过，一些证据表明这种趋势正在发生变化。而且在支持管理层这一点上，机构投资者的意见并不一致。

布里克利、利西和史密斯（Brickley，Lease and Smith）指出，与共同基金、养老基金、捐赠基金等其他机构投资者相比，某些类型的机构投资者，如银行、保险公司和信托基金可能更喜欢投票支持管理层的提议。[①] 他们认为共同基金、养老基金、捐赠基金这类投资者通常不依赖于从管理层控制的业务中获取收入，当修订公司章程的提议会明显地减少股东的财富时，这些机构投资者通常会立场鲜明地反对这种修订。

我们将在第 6 章讨论股东同意修订公司章程的过程。布里克利、利西和史密斯近期做的一项研究考察了会使管理层受到更多的投票程序限制的环境因素。[②] 他们发现，尽管管理层提出的建议有很高的通过率，但是他们还是倾向于在确信很有可能通过的情况下提出建议。此外，在对涉及 414 家公司进行的 670 次反收购条款修订的研究中，他们发现在下列条件下，管理层受到了更多的来自投票的限制：（1）在所有权比较集中的小公司；（2）在有外部大股东

---

① James A. Brickley, Ronald Lease, and Clifford Smith, "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments," *Journal of Financial Economics*, 2091/20, January/March 1988.

② James A. Brickley, Ronald Lease, and Clifford Smith, "Corporate Voting: Evidence from Corporate Charter Amendment Proposals," *Journal of Corporate Finance*, 1, 1994.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司；（3）当可能影响股东财富的不利消息引起了媒体的注意时；（4）在有严格的投票规则的公司。

一些最常见的反收购条款修订的内容有：

- 董事会成员的轮换安排条款；
- 绝大多数条款；
- 公平价格条款；
- 双重资本化条款。

轮换董事会修订条款

美国大多数上市公司都安排了轮换董事会，也称为分级董事会（classified boards）。轮换董事会的防御策略是改变董事会的任期，以便在给定年份中只需要选举一小部分（比如说 1/ 3）董事。这在收购中是非常重要的，因为新任董事会可能由与现任管理层意见一致的成员构成。事实上管理层成员也可能进入董事会。当收购方已经获得目标公司绝大多数的控制权时，轮换董事会就可以防止收购方通过选举管理层来实现自己的目标，比如销售资产来偿付收购过程中产生的债务。实施轮换董事会需要获得股东的批准。

根据特拉华州的法律规定，分级董事会的成员在任满前不得被免除。但是，大多数股东投票表决后可以免除不分级的董事会成员。像许多公司章程修订条款一样，轮换董事会作为一种防御措施并不足以阻止意志坚决的收购方，相反，在一系列的防御措施组合中，它们通常只是增加了完成收购的难度与成本。

关于轮换董事会的研究

关于轮换董事会对股东财富的影响，人们已经研究了 20 多年。早期的一些研究，如迪安杰洛和赖斯（DeAngelo and Rice）的一项研究似乎发现某些证据表明条款修订对股东的财富产生了负面影响。在迪安杰洛和赖斯的样本中有 100 家不同的公司，其中有 53 家安排了轮换董事会。[①] 不过，他们研究的这些公司还安排了其他形式的反收购条款修订，但轮换董事会条款是其中最重要的组成部分。这些结论由于统计显著性较差而不被人们看重。在另一项由鲁柏克（Ruback）所做的早期研究中，负的股票价格表现和轮换董事会条款之间也没有表现出统计显著的联系。[②] 他的研究结果表明，在轮换董事

---

① Harry DeAngelo and Eugene Rice, "Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, 329 - 360.

② Richard Ruback, "An Overview of Takeover Defenses," in Alan J. Auerbach, ed., *Mergers and Acquisitions* (Chicago: National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 1987), pp. 49 - 67.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会条款通过之后，股票价格会下降 1%。但是这个结论不具有显著的统计意义。

在后来的一项研究中，巴加特和杰弗里斯（Bhagat and Jefferis）考察了采纳了分级董事会和其他防御措施的 344 家公司。① 他们发现，在采纳了包括轮换董事会在内的一些防御措施后，公司股东的财富没有受到明显的影响。不过又一次，这项研究也没有单独地考察轮换董事会条款修订的影响，而是将各种不同的防御性反收购措施作为一个整体来考虑。

在最近的一项研究中，拜伯切克和科恩（Bebchuk and Cohen）发现，用托宾 Q 值表示的企业价值和轮换董事会的实施呈负向关系。② 他们集中考察了 1995—2002 年间的情况，发现轮换董事会安排降低了企业的价值。

绝大多数条款

公司章程规定了修改公司章程或者批准一些像并购这样的重大事项时所需要的投票数。其他需要获得股东批准的事项包括公司清算、租赁重要资产、公司出售和一些与利益相关团体或者重要股东相关的交易。各公司对重要股东的定义可能会有些不同，但重要股东通常是指持有公司流通股份超过 5%～10%的股东。

绝大多数条款规定，与其他事项相比，批准一项并购交易需要得到更大比例的投票，通常是 80%或者 2/3。在极端的情况下可能要求有 95%的投票数。如果收购方的持股数量较大，公司可能就会起草绝大多数条款以提高批准相关事项的投票数。绝大多数条款使得并购交易的批准变得更加困难，在管理层或者在并购这样的事务上非常支持管理层的其他团体拥有较多股份的情况下尤为有效。例如，如果管理层和员工持股计划（ESOP）持有公司 22%的流通股，而公司章程规定并购通过需要获得 80%的投票时，只要这 22%的股份不支持并购，那么并购交易的完成就变得非常困难。

绝大多数条款通常包含例外条款（escape clauses），有时候也称作董事会灵活条款（board out clauses），允许公司放弃或取消绝大多数条款。最常用的例外条款规定，董事会批准的并购或者是与子公司的并购不受绝大多数条款的影响。大多数的例外条款都注意措辞，这样，利益相关的董事会成员就不能和其他董事一样对相关问题进行投票。例如，收购方在持有目标公司 12%的股份后就可以在董事会中任命一个或者多个席位，由此形成了并购事项的相关利益团体。例外条款则能防止这类收购方在决定是否接受并购的事情上行使投票权。

绝大多数条款经常和其他反收购条款修订措施一起使用。公司通常在实

---

① Sanjai Bhagat and Richard H. Jefferis, "Voting Power in the Proxy Process: The Case of Antitakeover Charter Amendments," *Journal of Financial Economics*, 1991, 193-225.

② Lucian A. Bebchuk and Alma Cohen, "The Costs of Entrenched Boards," *Journal of Financial Economics*, 78 (2), November 2005, 409-432.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

施了其他反收购条款修订措施后使用绝大多数条款。如果绝大多数条款要求修订公司条款需要获得绝大多数的投票同意，那么该条款一旦生效，收购方要取消其他反收购条款就会更加困难。绝大多数条款在反对部分收购方面非常有效。对目标公司100%的收购一般会使大部分的绝大多数条款丧失效力。但在忠实于目标公司的某类群体持有的股份比例超过了100%与绝大多数条款规定的股份数之差时，就可能会出现特例。

绝大多数条款的合法性

当绝大多数条款在获得股东的批准被采纳后，法院就已经认定它是合法的。例如，在塞伯特与古尔顿工业公司（Seibert v. Gulton Industries Inc.）一案中，法院认可了由拥有5%股权的股东提出的绝大多数条款，该条款要求必须在获得80%的投票后才能同意收购。[①] 绝大多数条款需要在收购方达到规定的5%股权比例之前通过。法院指出，很明显，股东自已接受了绝大多数条款，并且显然拥有"不接受"该条款的能力（如果他们选择这样做的话）。

绝大多数条款对股东财富的影响

很多反收购修订条款包括绝大多数条款，早期关于这些条款对股东财富的影响的研究发现，在宣布了实施反收购修订条款的前后几天内最初出现了一些负面影响。迪安杰洛和赖斯[②]与林和麦康奈尔（Linn and McConnell）[③]都在1983年进行了研究，但都没有发现各种反收购条款的修订对股票价格产生了明显的负面影响。不过贾雷尔和波尔森（Jarrell and Poulsen）得出了不同的结论，他们指出这些研究只考察了早期的绝大多数条款，而在这些条款中没有例外条款的规定。[④] 他们发现，后期的包含例外条款的绝大多数条款产生了统计显著的−5%的收益率。但是，那些没有包含例外条款的绝大多数条款没有表现出明显的负收益。

1987年的一项研究结论强调了分级董事会和绝大多数条款的有效性。庞德（Pound）考察了两组各包括100家公司的样本，其中一组实施了绝大多数条款并拥有分级董事会，而另一组没有。他的研究结果表明，实施了反收购修订条款的那组公司被收购的概率是28%，而没有受到反收购修订条款保护

---

① *Seibert v. Gulton Industries, Inc.*, No. 5631. 5 Del. J. Corp. L. 514 (Del. Ch. June21, 1974), *aff'd without* opinion 414 A. 2d 822 (Del. 1980).

② Harry DeAngelo and Eugene Rice, "Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 11, April 1983, 275-300.

③ Scott C. Linn and John J. McConnell, "An Empirical Investigation of the Impact of Antitakeover Amendments on Common Stock Prices," *Journal of Financial Economics*, 11 (1-4), April 1983, 361-399.

④ Gregg A. Jarrell and Annette B. Poulsen, "Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980," *Journal of Financial Economics*, 19 (1), September 1987, 127-168.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的那组公司被收购的概率是38%。① 这些结论也在安布罗斯和梅金森（Ambrose and Megginson）的一项研究中得到了支持。这项研究发现拥有绝大多数修订条款的公司成为收购目标的可能性明显较低。②

公平价格条款

公平价格条款是改变公司的章程，要求收购方在购买少数股东的股票时至少要采用一个公平的市场价格。这个公平的市场价格可以是规定的某个价格，也可以用公司的市盈率（P/E）表示，也就是以公司的每股收益的倍数表示。P/E倍数的选择通常是基于公司的历史市盈率或者是综合了公司和行业的市盈率。公平价格条款通常在收购方提出报价时被激活。当公平价格条款以具体的价格形式表达时，通常表示收购方在购买这些股份时，股东一定能够至少获得这个价格。

很多州立公司法已经包括公平价格条款。根据公司章程修订的公平价格条款强化了州立公司法的规定。在规定了公平价格条款的州内，公司的公平价格条款通常提高了并购中支付给股东的价格。在大多数情况下，目标公司可以放弃公平价格条款。

当公司成为二步要约收购的目标时，公平价格条款就非常有用。要求收购方支付一个最低的公平价格有助于减缓二步收购试图施加的压力。不过，正如我们曾经提到过，二步要约不再是一种重要的收购方式。鉴于公平价格条款是一种相对较弱的反收购防御措施，相关研究得出它们在实施后没有对股东的财富产生重大影响这一结论就不足为奇了。

公平价格条款对股东财富的影响

迄今为止，关于公平价格条款对股东财富的影响的研究没有得出公平价格条款与股票价格之间存在着重要联系的结论。贾雷尔和波尔森指出，在公平价格修订条款实施之后，股票价格出现了小的但统计意义上不显著的−0.65%的变化。③ 这意味着，尽管他们发现了期望的结果（负的影响），但这不足以令人信服地指出在公平价格条款和股票价格之间存在任何关系。公平价格条款最主要的作用似乎在于把二步收购变为混合价格收购。还有一些

---

① John Pound, "The Effectiveness of Antitakeover Amendments on Takeover Activity," *Journal of Law and Economics*, 30, October 1987, 353 - 367.

② Brent W. Ambrose and William L. Megginson, "The Role of Asset Structure, Ownership Structure and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 1992, 575 - 589.

③ Gregg A. Jarrell and Annette B. Poulsen, "Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980," *Journal of Financial Economics*, 19 (1), September 1987, 127 - 168.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究结论明显与贾雷尔和波尔森关于公平价格条款对股票价格产生了较小的负的影响的结论矛盾。例如，麦克威廉斯（McWilliams）发现了公平价格条款对股票价格的正向影响。①

双重资本化

双重资本化是指对股权进行重组，将股票分为拥有不同投票权的两种类型。这种形式的股权重组只有在获得股东的同意后才能发生。除了防止敌意收购之外，拥有多种类型的股票的原因有很多。例如，长期以来，通用汽车公司采取了多样化的股票分离方式，用 E 类股票将其电子数据系统（EDS）部门的业绩表现与股东的报酬分割开来，并对其子公司——休斯航空公司（Hughes Aircraft）拥有 H 类股票。双重资本化的另一个例子是福特汽车公司，它同时拥有 A、B 两类股票，与 A 类股票的一股一权相比，B 类股票每股拥有 16.561 份投票权。B 类股票的更多投票权就使得这些持有者获得了公司 40%的投票权。

不过，从反收购的角度看，双重资本化的目的是赋予那些可能与管理层持相同意见的股东以更大的投票权。在双重资本化下，管理层通常可以通过直接获取拥有更多投票权的股票来增加自身的投票权。典型的双重资本化包括发行另一类股票，这类股票拥有高于当前流通股的投票权。这种有高级投票权的股票每份可以有 10 票或 100 票的投票权，它们通常面向全部股东发行。然后股东可以将这些股票换成普通股。大多数股东选择了将这种高级权利股票换成普通股，因为这类拥有高级权利的股票通常缺乏流动性且发放的股利较低。但是，同样作为股东的管理层可能不会将他们的高级权利股换成普通股，这就导致管理层提高了其对公司的投票控制。

为什么双重分类资本结构会获得批准？

公司在进行双重分类资本结构重组（dual class recapitalization）之前应该得到股东的批准。不过，如果这类资本重组的最终结果是将投票权集中在通常是内部人的小部分人手中，人们可能就会产生疑问，为什么股东会同意这种股权结构？答案很直接：股东寻求从较高的股利中获得财务收益，他们可能不会重视这种高度的公司控制。研究也表明，与其他公司相比，比如同样改变了资本结构以增加管理层控制权的杠杆收购公司，这种采取双重分类资本结构的公司似乎在某些方面做得更好（在其他方面则没有那么好）。莱恩、内特和波尔森（Lehn，Netter and Poulsen）发现，在 1977—1987 年的样本公司中，双重分类资本结构的公司在资本支出方面花费得更多，而杠杆收购公

---

① Victoria B. McWilliams, "Managerial Share Ownership and the Stock Price Effects of Antitakeover Amendment Provisions," *Journal of Finance*, 45 (5), December 1990, 1627-1640.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司则表现出更好的财务业绩。①

案例研究

特朗普对抗格里芬

1988 年，房地产巨头唐纳德·特朗普（Donald Trump）和电视节目人默文·格里芬（Merv Griffin）之间展开了一场著名的高级投票权股票的争夺战。格里芬刚刚将电视节目《幸运之轮》和《危险》卖给了可口可乐公司，获得了 2.5 亿美元的现金，随后他又将目光投向了唐纳德·特朗普的里索茨（Resorts）赌城。里索茨公司是亚特兰大市的第一家赌城酒店，其前身为玛丽卡特涂料公司（Mary Carter Paint Company），1968 年更名为里索茨公司。里索茨公司的经营范围很广，它拥有一架直升机和一条飞机航线、一家在巴哈马的酒店，此外还有一家拥有 700 个房间的里索茨国际酒店与赌城。

唐纳德·特朗普除了拥有里索茨的大部分股权外，还拥有特朗普购物中心（Trump Plaza）和特朗普城堡（Trump's Castle）赌城。1990 年，他又耗资 10 亿美元建立了内有 1 260 个房间的泰姬陵（Taj Mahal）赌城。由于赌城营业执照管理条例规定，个人只能拥有三家赌城的营业执照。因此里索茨是特朗普最有可能出售的赌城。

里索茨公司的股票分为两类：A 类和 B 类。A 类股票每股只有 1/100 的投票权，而 B 类股票每股拥有 1 份投票权。1986 年 A 类股票的每股价格为 75 美元，但是 B 类股票不在交易所内交易。特朗普持有里索茨公司 88%的投票权。尽管他对里索茨拥有绝对控制权，但迫于压力不得不出售一家赌城。格里芬很清楚特朗普的处境，报出了每股 35 美元的价格拟收购里索茨。由于拥有高级投票权的股票，特朗普仍保留了对里索茨的控制。尽管面临着必须出售一家赌城以获得泰姬陵赌城营业执照的选择，但是特朗普不可能被强行要求出售里索茨。最终特朗普将自己持有的里索茨股份和他的高级投票权股票转让给了默文·格里芬。

里索茨的交易被媒体炒作得纷纷扬扬，两个对抗者（protagonists）也因此声名远播。对于默文·格里芬来说，对里索茨的收购被证明是一场灾难，因为里索茨所需要的资本投入远远超过了他的预期。在收购之后不久里索茨就被迫申请第 11 章破产。①

① Pauline Yoshihashi and Neil Barsky, "Merv Griffin's Plunge into Casino Gambling Could Prove a Loser," *Wall Street Journal*, February 10, 1989, p. A1.

双重资本化对股东财富的影响

贾雷尔和波尔森考察了 94 家在 1976—1987 年间发行两类具有不同投票权

① Kenneth Lehn, Jeffrey Netter, and Anne Poulsen, "Consolidating Corporate Control: Dual Class Recapitalizations versus Leveraged Buyouts," *Journal of Financial Economics*, October, 1990, 557-580.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票进行资本重构的公司。① 其中40家公司在纽约证券交易所挂牌上市，26家公司在美国证券交易所上市，31家通过场外市场交易。研究发现，在宣布实施双重资本化的一小段时期内，股票价格出现了0.82%的负超常收益。贾雷尔和波尔森还指出，在那些内部人高度控股的公司中（内部人持股达30%～50%），双重资本化对股票价格的负面影响最大。在管理层已经拥有公司大部分股票的情况下，双重资本化对提高管理层的控制权将更加有效。管理层持有的股份越多，实施双重资本化后股票的负的收益率就越高。这一事实表明，如果管理者堑壕存在的可能性很高（反过来这也意味着实施成功收购的可能性越低），市场就会作出反应，降低股票的价格。

舒姆、戴维森和格拉斯科克（Shum，Davidson and Glascock）发现，尽管实施双重资本化可能不会对股东财富产生显著的影响，但是，当实施双重资本化导致原来的股东在没有获得收益补偿的情况下就丧失了控制权时，会对股东财富产生负面影响。② 培根、科尼特和戴维森（Bacon，Cornett and Davidson）指出，市场对双重资本化的反应取决于董事会中独立董事的数量。③ 如果独立董事占主导地位，市场的反应就是正向的。这表明市场认为，如果大的独立董事同意双重资本化，那么该防御措施就提高了股东的利益，并且没有过度保护管理层。

反绿票讹诈条款

反绿票讹诈条款的修订限制了目标公司向潜在的敌意收购者支付绿票讹诈的能力。一些条款规定，如果股东后来同意，是可以支付绿票讹诈的。还有一些条款规定了这类支付额度的上限，比如市场价格。在通常引起股票价格上升的收购战役中，敌意收购者可能仍然能够从收购行为中获得收益。绿票讹诈将和主动型反收购措施一同在本章后面部分讨论。

对召开选举大会的能力的限制

如果达到一定比例数量的股东要求召开股东大会，那么除非在公司章程中有特别的限制，各公司都应该按照大多数州的要求召开专门的股东大会。当有人试图获得公司的控制权时，股东大会可能会以讨论会的形式召开。在股东大会上，像毒丸计划这样的收购防御措施可能会被解除，这类会议也可

---

① Gregg Jarrell and Annette Poulsen, "Dual Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms," *Journal of Financial Economics*, 20, January/March 1988, 129-152.

② C. M. Shum, W. N. Davidson III, and J. L. Glascock, "Voting Rights and the Market's Reaction to Dual Class Common Stock," *Financial Review*, 32 (2), 275-288.

③ Curtis J. Bacon, Marcia M. Cornett, and Wallace N. Davidson III, "The Board of Directors and Dual Class Recapitalizations," *Financial Management*, 26 (3), 1997, 5-22.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能会被用来加强对代理权的争夺。这类股东大会给购买者提供了机会，因此公司可能会修改章程以限制召开股东大会的能力。在一些比较极端的情况下甚至会限制召开董事会的能力，或者只有得到一定高比例的股东的要求时才能召开大会。除此之外，可能还会对股东大会上提出的议题类型进行限制。

关于反收购修订和管理层所有权的研究

麦克威廉斯进行了一项关于反收购修订对管理层所有权及股东财富影响的研究。[1] 她考察了在纽约证券交易所和美国证券交易所上市的 325 家公司采纳的 763 项修订。麦克威廉斯的研究部分源于她想解释为什么几项早期的研究没有发现股价与反收购修订之间有统计显著的联系。因为这些早期的研究没有考虑在各公司间存在着比重不同的管理层所有权。

麦克威廉斯的研究结果表明，管理层所有权与反收购修订条款计划（公平价格条款除外）呈负向关系。在管理层所有权接近零的情况下，反收购修订计划会带来正的股价反应；而当管理层所有权比重上升时，股价反应就转变成负的。她由此得出结论，当管理层所有权较高的公司提出反收购修订计划时，市场会认为这些计划降低了收购的可能性。

金色股份

在很多国有企业的私有化进程中，一些政府并不愿意将这些企业完全推向市场。在欧洲和亚洲，一些政府采用了金色股份（golden shares）的方式。金色股份是指当企业私有化时由政府拥有的那些股份，这些股份赋予政府对企业一定的控制权，比如重大的投票权。政府认为这是必要的，特别是当政府看到存在一些战略利益时。他们担心如果外部股东获得了企业的控制权，这些利益就会丧失。替代政府实际拥有股份的另一种方法是，通过法律限制任何一个外部股东能够控制的股票数或者投票权。金色股份曾在英国航空公司和英国电信公司的私有化进程中使用过，欧盟对此进行了批评，因为它们限制了资本的自由流动。

金色降落伞

金色降落伞是公司提供给高级管理层的一种特殊的补偿性条款。运用“金色”一词是因为依据该条款管理层将得到丰厚的补偿金。尽管公司特别强调它们接受这类条款的原因不是为了防止被收购，但这些条款确实具有一定

---

① Victoria McWilliams, “Managerial Share Ownership and the Stock Price Effects of Antitakeover Amendment Proposals,” *Journal of Finance*, 45 (5), December 1990, 1627-1640.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的反收购效果。不论降落伞是预防性的还是主动性的，这些效果都有可能产生。金色降落伞可以在敌意收购发生之前使用，这会使目标公司缺乏吸引力。它们也可以在收购战中使用，但需要注意的是，特别是对于大型收购方来说，金色降落伞支付只占总购买价中的一个很小的比例。这意味着这项措施的反收购效果可能相对较小。很多公司的首席执行官认为，在一场收购战中，实施金色降落伞是很重要的一环。在收购战中，公司面临的一个问题是如何留住管理人员。当收购完成时，公司管理层通常会收到来自其他公司招聘部门的邀请。那些认为自己的职位不可靠的管理者会很快考虑其他公司有吸引力的邀请。如果没有金色降落伞条款，管理者在控制权发生变化而终止工作时可能会被迫进行诉讼以实现一定的赔偿。因此，一些公司采取金色降落伞的计划来消除员工对工作安全性的担心。詹森（Jensen）指出，设计合理的金色降落伞能够使管理层在收购中有足够的动力为股东谋求更高的溢价。① 他说，"如果正确使用，这些与控制权相关的合约是很有用的，因为在收购时它们会减少股东和管理者之间的利益冲突，并使得控制权的变化更有可能实现生产力的收益。"②

金色降落伞条款对股东财富的影响

兰伯特和拉克（Lambert and Larker）的研究为詹森的观点提供了一些支持。他们发现，当公司宣布实施金色降落伞时股票价格上升了3%。③ 其他研究也为市场正的股价反应提供了一些依据。在一个由1975—1988年间实施了金色降落伞的146家公司组成的样本中，马克林、周和迈尔斯（Machlin, Choe and Miles）发现，拥有金色降落伞条款的公司得到的多重收购的要约数要明显高于那些没有金色降落伞条款的公司。④ 他们还发现，金色降落伞的规模和收购溢价的大小呈正向关系。其他一些研究发现金色降落伞的实施对股东财富产生了负面影响，但是这一结论不具有显著的统计意义。⑤

一些研究发现，金色降落伞对股东财富的影响取决于它们的实施时间。霍尔（Hall）发现，公司在处于收购中时实施金色降落伞会对股东财富产生负

① Michael Jensen, "Takeovers: Causes and Consequences," in Patrick A. Gaughan, ed., *Readings in Mergers and Acquisitions* (Oxford: Basil Blackwell, 1994), pp. 15-43.

② Jensen, "Takeovers," p. 32.

③ Richard A. Lambert and David F. Larker, "Golden Parachutes, Executive Decision Making and Shareholder Wealth," *Journal of Accounting Economics*, 7, 1985, 179-203.

④ Judith Machlin, Hyuk Choe, and James Miles, "The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity," *Journal of Law and Economics*, 36 (2), 1993, 861-876.

⑤ P. L. Hall and D. C. Anderson, "The Effect of Golden Parachutes on Shareholder Wealth and Takeover Probabilities," *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, April 1997, 445-463; and Damian J. Mogavero and Michael F. Toyne, "The Impact of Golden Parachutes on Fortune 500 Stock Returns: A Reexamination of the Evidence," *Quarterly Journal of Business and Economics*, 34, 1995, 30-38.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面影响，但是在尚未处于收购中时实施，对股东财富的影响则是中性的。① 一些研究表明，金色降落伞的实施增加了公司成为收购目标的可能性。② 不过，施尼策尔（Schnitzer）指出，如果管理层是有效率的，这种结果出现的可能性极低。③

金色降落伞的运作机制

典型的金色降落伞会在一些高级管理人员自愿或者被迫离职时向其提供一次性的丰厚收入。如果离职发生在控制权发生变化后的一年内，金色降落伞条款通常有效。该协议可以有固定的期限，也可能是永久性的（evergreen）。虽然固定期限通常规定为一年，但是在规定的年度内没有发生控制权的变化时，有效期就会自动递延。执行金色降落伞计划的资金有时候被存放在一个被称为拉比信托（rabbi trusts）的独立账户内。拉比信托向员工保证资金会放在那里以用于降落伞的支付。

金色降落伞提供的补偿金的高低通常取决于员工的年度薪金和服务年限。例如，协议可能会在连续几年内向离职员工支付数倍于最近年度薪金的补偿金，甚至还可能包括奖金和分红。

通常在外部持股者的股权达到预先规定的比例时，金色降落伞计划就会被触发实施。兰伯特和拉克发现，在他们研究的公司中，收购方取得的触发金色降落伞实施的控制权比例平均为26.6%。④ 但是，有些公司的触发控制权比例低于10%——远远低于兰伯特和拉克的样本公司的平均数。兰伯特和拉克还发现，金色降落伞计划的覆盖范围很小。在他们的样本中，只有9.7%的管理人员受到金色降落伞的保护。这些条款会延伸到那些没有工作协议的管理者上。即使这些管理者是在控制权发生变化后自愿离开公司的，金色降落伞条款也有效。

金色降落伞并没有得到广泛的运用。它的一种变化形式就是被称作银色降落伞（silver parachutes）的协议，这种协议向包括低级员工在内的大多数雇员提供补偿。银色降落伞最常见的形式是一年期的终止支付协议。

金色降落伞的合法性

金色降落伞在法庭上受到了股东的质疑，他们认为这些协议违背了董事

---

① P. L. Hall, "An Examination of Stock Returns to Firms Adopting Golden Parachutes Under Certain Conditions," *American Business Review*, 16 (1), 123-130.

② J. A. Born, E. A. Trahan, and H. J. Faria, "Golden Parachutes, Incentive Aligners, Management Entrenchers, or Takeover Bids Signals?" *Journal of Financial Research*, 16 (4), 299-308.

③ M. Schnitzer, "Breach of Trust in Takeovers and the Optimal Corporate Charter," *Journal of Industrial Economics*, 43 (3), 1995, 229-260.

④ Lambert and Larker, "Golden Parachutes, Executive Decision Making and Shareholder Wealth," *Journal of Accounting and Economics*, 7, 179-203.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和管理者的受托责任。因为金色降落伞在实施前通常不需要经过股东的投票批准。法院坚持董事实施金色降落伞计划的行为应在商业判断原则（Business Judgment Rule）规定的范围内。① 正如第 3 章所讨论的那样，商业判断原则指出，只要管理者是本着股东利益最大化的原则采取行动，这些行动就是有效的。回顾以往的案例，如果管理层的行为可能没有实现股东财富的最大化，这一事实就不符合商业判断原则。

法官通常拒绝区分金色降落伞协议和其他类型的行政补偿安排。② 法庭没有被金色降落伞批评者所持的自我交易论断所说服的部分原因是，这些协议通常得到了董事会下的薪酬委员会的批准，薪酬委员会的成员大多是利益无关的董事，而不是那些期望从降落伞计划中获得利益的人员。③ 但是，如果金色降落伞计划由管理者自身的行为触发，法庭就会判定它们无效，或者至少设置临时禁令，限制对金色降落伞的使用。④

对金色降落伞计划的批评

一些股东权益支持者认为，对公司和股东来说，金色降落伞都是一种负担。一些批评者引入了道德伤害的考虑，认为金色降落伞可能是一种管理层的自我交易形式，也是现代收购领域最不能容忍的滥用形式。他们指出，这些补偿金的额度之大堪称奢侈。批评者指责说，那些管理不善并导致股票价格持续下降的公司管理者居然能够为这种管理不当得到报酬。露华浓公司的前总裁迈克尔·贝杰拉克（Michael Bergerac）在针对公司袭击者罗纳德·佩雷尔曼（Ronald Perelman）的反收购行为失败后辞职，据估计他从金色降落伞计划中获得了超过 3 500 万美元的补偿，其中包括价值 1 500 万美元的股票期权。事情并不仅此一项。尽管这些高额补偿在那个时候还只会引起人们的怀疑，但到了第五次浪潮以及随后的几年里，这种现象变得更加恶劣。

金色降落伞条款的过度使用产生了“金手铐”（golden handcuffs）一词，反映了金色降落伞只是以增加股东的负担来为管理者提供保护，这与它作为反收购措施的本质不符。如果赔偿金非常大，一些收购者可能会放弃购买。正如前面所提到的那样，尽管一个巨大的金色降落伞可能会适度阻止收购的进行，但它不是一个有效的反收购工具。不过，如果与其他更激烈的防御工具相结合，金色降落伞阻止收购的作用可能会更大一些。

金色降落伞的税务处理很复杂。在 1984—1986 年的税收改革中，国会对

---

① *Buckhorn Inc. v. Ropak Corp.*, 656 F. Supp. 209 (S. D. Ohio), *aff'd by summary order* 815 F. 2d 76 (6th Cir. 1987).

② *Royal Crown Cos. v. Mc Mahon*, 359 S. E. 2d 379 (Ga. Ct. App. 1987), *cert. denied* (Ga. September 8, 1987).

③ *E. Tate & Lyle PLC v. Staley Continental, Inc.*, Fed. Sec. L. Rep. 93, 764 (Del. Ch. CCH 93, 764) (Del. Ch. May 9, 1988); *Nomad Acquisition Corp. v. Damon Corp.*, CCH Fed. Sec. L. Rep. 94, 040 (Del. Ch. September 16, 1988).

④ John C. Coffee, "Shareholders versus Managers: The Strain in the Corporate Web," in John Coffee, Louis Lowenstein, and Susan Rose Ackerman, eds., *Knights, Raiders and Targets* (New York: Oxford University Press, 1988), pp. 71 - 134.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金色降落伞的支付实施了处罚，要求雇员为"超额"（excessive）金色降落伞支付缴纳20%的不可抵扣的税款。通常，这里所说的"超额"是指赔偿额超过了一般的年薪水平。此外，公司不得为支付超额的金色降落伞享受税收减免的优惠。这里"超额"被定义为支付数额超过员工过去5年平均工资的3倍。

金色降落伞与21世纪初的巨额收购支付

金色降落伞的实施始于20世纪80年代，现在已经成为一种惯例，即公司在出售时要向其首席执行官支付高额的补偿金。例如，2005年吉列公司被卖给宝洁公司后，向其首席执行官詹姆斯·基尔特（James Kilts）支付了1.65亿美元的补偿金。再如布鲁斯·哈蒙兹（Bruce Hammonds），据说美国银行收购美信银行时向他支付了1.02亿美元，2005年，他将乔治亚太平洋公司（Georgia Pacific）出售给科氏工业集团（Koch Industries）时得到了9 200万美元的补偿金。甚至一些经营不善的公司最后被卖出时也向其首席执行官进行了类似的支付。例如，长期以来美国电话电报公司的业绩很差，在最后以令人震惊的交易金额卖给西南贝尔电信公司（SBC Communications）时，美国电话电报公司的首席执行官戴维·多尔曼（David Dorman）也获得了5 500万美元的补偿。这么高的补偿金就很难解释。

金色降落伞支付惯例也滋生了新一代首席执行官，他们进入业绩表现欠佳的公司，并尽力卖出公司的业务。迈克尔·卡佩拉斯（Michael Capellas）就是其中一个例子，他将MCI电信公司出售给弗莱森（Verizon）电讯公司，获得了3 900万美元的补偿；之后不久，他又因将康柏公司出售给惠普公司而获得了1 400万美元补偿金。这类首席执行官往往在进入公司较短的时期内就会将公司"弹出"。

改变公司的法人注册地

由于各州都有反收购法，这些反收购法提供的保护程度很不相同，为了获得更强大的反收购法的保护，公司可以选择更改它的法人注册地。通常的做法是，母公司在新的州设立一家子公司，然后将母公司并入子公司。不过在另一个拥有更强大的反收购法的州内重新注册并不能确保公司的独立性。例如，辛格公司（Singer）将其注册地由康涅狄格州转移到拥有更强大的反收购法的新泽西州，但这并没有改变它最终被袭击者保罗·比泽里安（Paul Bilzerian）收购的命运。尽管如此，重新注册确实增加了袭击者的收购难度。这种更有利的谈判地位有助于目标公司为股东争取到更高的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重新注册对股东财富的影响

内特和波尔森研究了 1986 年和 1987 年 36 家公司宣布重新注册后股东财富受到的影响。[①] 他们将样本公司分为两组：19 家公司是从加利福尼亚州迁出，剩下的 17 家公司则不是。他们指出，加利福尼亚州很重视股东的权益，并通过公司法对股东的权益予以保护。这些权益包括强制性累积投票权、禁止分级董事会，以及不需要理由就可以开除董事的权力和召开特别股东大会的权力。内特和波尔森推断，如果股票价格有反应的话，从加利福尼亚州迁到特拉华州的公司将更加明显。他们的研究结论没有发现任何对股东财富的影响，无论是样本中 36 家再注册的公司，还是加利福尼亚州的子样本。基于他们的研究，我们可以得出结论，在特拉华州重新注册给管理层带来的更多便利并不会减少股东的财富。

主动的反收购措施

装备各种预防性反收购措施并不能保证公司的独立性。不过它会使收购变得更加困难与昂贵。一些购买者可能会绕过这些防御良好的目标公司，而去寻求那些没有装备强大防御系统的公司。但是，当公司成为敌意收购的对象时，即使已经实施广泛的预防性反收购措施，它可能还需要更主动地去抵制袭击者。本章的第二部分描述了公司在收到敌意出价或是得知它将要成为这类收购的目标时可以采取的各种行动。目标公司可以从几个方面了解这种情况，例如通过观察自身的股票价格变化，或是通过市场监督机构，或是通过被要求提交的公开报告如哈特-斯科特-罗迪诺报告。

本章的下半部分将讨论如下措施：

- 绿票讹诈（greenmail）。溢价回购出价方持有的股票。
- 中止协议（standstill agreement）。这类协议通常伴随着绿票讹诈。这里收购方承诺不购买更多的股票，以交换酬金。
- 白衣骑士（white knight）。目标公司可能寻求一个善意收购者即白衣骑士，来取代敌意收购方。
- 白衣护卫（white squire）。目标公司可以将股票或者资产存放在一个善意的公司或者投资者手中。这些实体通常被称为白衣护卫。
- 调整资本结构（capital structure changes）。目标公司可以采取各种措施来改变公司的资本结构。通过调整资本结构，公司能够承

---

① Jeffrey Netter and Annette Poulsen, "State Corporation Laws and Shareholders: The Recent Experience," *Financial Management*, 18 (3), Autumn 1989, 29-40.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

担更多的债务，同时也可以向股东支付更多的股利。目标公司也可以在承担更多债务的同时不将收入向股东支付股利。这两种方案都加大了目标公司的财务杠杆，使目标公司对收购方来说价值降低。目标公司也可以通过变动流通股总数来改变资本结构。通过发行新股，将股票交由白衣护卫保管，或者实施员工持股计划就可以做到这一点。与发行更多的股票不同，有些目标公司回购自己公司的股票，以免这些股票被敌意收购方买走。

● 诉讼（litigation）。目标公司一般会对收购方提出诉讼，收购方则经常通过反诉讼来作出回应。在收购战中，很少见到双方都没有运用诉讼这一应对工具。

● 反噬防御（pac-man defense）。在收购战中，一种极端的防御措施是目标公司对收购方提出反收购要约。这是一种更有趣的收购防御措施，不过很少被采用。

● 这些主动性的反收购措施的覆盖面与预防性反收购措施类似。我们将描述每一种措施的使用，及其对股东财富影响的相关研究。要注意的是，目标公司可能选择同时使用几种防御措施，而不是仅仅采用其中的一种。因此，孤立地研究某种具体措施对股东财富的影响是非常困难的。此外，一些研究采用了不同时期的数据，由于市场条件是不断变化的，由此得出了互相冲突的研究结论。不同的市场适用不同的防御措施，随着市场条件的变化，这些防御措施的有效性——因而对股票价格的影响——也发生了变化。这些问题在关于预防性措施的研究中也很明显。读者可以再一次就这些措施对股东及其他利益相关者的影响作出自己的判断。

绿票讹诈

绿票讹诈是指向大股东的股票支付相当高的溢价，以换取他/她不发动收购公司控制权的承诺。绿票讹诈是目标股份回购（targeted share repurchases）的一种形式，目标股份回购是一个被广泛运用的常见术语，它还包括从那些还未考虑控制公司的特定股东手中购买股票。

较早使用绿票讹诈的一个案例发生在 1979 年 7 月，当时卡尔·伊坎以大约每股 7.21 美元的价格购买了萨克森产业（Saxon Industries）9.9%的股份。萨克森在 1980 年 2 月 13 日以每股 10.50 美元的价格赎回了伊坎的股份。[①] 这次股票回购帮助伊坎踏上了作为成功的公司袭击者的职业生涯。不过，伊坎并不是第一位绿票讹诈使用者。这一桂冠可能当属于海湾—西方工业公司的主席查尔斯·布卢多恩，“1976 年当佳能厂回购了海湾—西方公司持有的股份

① “Icahn Gets Green as Others Envy Him,” *Wall Street Journal*, November 13, 1989, p. B1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，他就成了第一个绿票讹诈的实践者”。[①] 在第四次并购浪潮中的许多公司袭击者纷纷离开并购领域之际，伊坎却脱颖而出，并在21世纪初成为一家大型对冲基金的领袖。绿票讹诈为那些能够成功从事交易的人带来了巨大的收益。据报道，巴斯兄弟公司（Bass Brothers）在德士古-格蒂（Texaco-Getty）交易中获得了4亿美元的收益，而伊坎在美国罐头公司（American Can）的交易中获得了660万美元的收益，在欧文斯-伊利诺伊（Owens Illinois）的交易中获得了970万美元，在丹河厂（Dan River Mills）的交易中获得了850万美元，在海湾—西方公司的交易中获得了1 900万美元。[②] 1984年索尔·斯坦伯格（Saul Steinberg）企图对迪士尼公司实施的收购不仅让他为股票付出了难忘的3.25亿美元，而且还付出了2 800万美元的高额费用。

案例研究

伊坎和哈默密尔造纸公司

一个经典的绿票讹诈案例发生在卡尔·伊坎宣布他持有哈默密尔造纸公司（Hammermill Paper Corporation）超过10%的普通股之后。哈默密尔是一家拥有80多年历史的高质量的造纸厂。[①]在1979年年末，哈默密尔的股票价格大约为每股25美元，价格比较低，因为股票的账面价值大概是每股37美元。分析家认为这样的股价太低，因为哈默密尔的很多资产的账面价值低于其实际价值，比如林地。伊坎建议哈默密尔进行清算，因为每股的清算价值将会超过每股股票的成本。哈默密尔造纸公司的管理层努力想使公司起死回生，强烈反对公司清算。双方最终为争夺代理权而互相起诉。伊坎输掉了这场代理权竞争，哈默密尔造纸公司最后以每股36美元的价格买进了伊坎的865 000股股票，据称伊坎从2 000万美元的投资中获得了900万美元的收益。[②]对绿票讹诈的支付引发了一些与管理层和董事的受托责任相关的道德问题。管理层和董事的责任是实现股东财富的最大化。但是，管理批评家却提出，管理层可能会利用绿票讹诈这类工具来追求个人目标，而他们的个人目标可能与使股东财富最大化的目标相冲突。

① Jeff Madrick, *Taking America* (New York: Bantam, 1987), pp. 242-243.

② Ibid.

向大股东进行差别化支付的合法性

法庭判定向大股东进行的差别化支付是合法的，只要这些支付是出于正当的商业目的（valid business reason）。[③] 不过，正当的商业目的这一范畴太过宽泛，它给予管理层相当大的自由来采取让管理层而不是股东受益的行动。

① “Icahn Gets Green as Others Envy Him,” *Wall Street Journal*, November 13, 1989, p. B1.

② John Brooks, *Takeover* (New York: Dutton, 1987), p. 186.

③ C. M. Nathan and M. Sobel, “Corporate Stock Repurchases in the Context of Unsolicited Takeover Bids,” *Business Lawyer*, July 1980, 1545-1566.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理者可能会辩称，为了完成公司未来的增长计划，他们需要防止公司被其他可能改变公司经营方向的实体收购。

对合法的商业目的进行解释时，可能考虑到在职管理层与收购者在经营理念上的差异，也考虑到管理者可能追求保持公司经营战略的持续性。虽然有些管理者认为，法庭对合法的商业目的定义过于宽泛从而保护了管理层，但其他人认为，法庭是站在维护管理者拥有制定公司长期发展战略的能力的立场上。很多公司管理者相信，法庭的立场使他们能够采取必要的措施来防范敌意收购，因为敌意收购者获得公司只是为了变卖公司的资产来取得短期收益。围绕着公司收购者持有短期动机还是长期动机的问题已经引起了广泛的讨论。

在德士古公司对巴斯兄弟的绿票讹诈支付一案中，绿票讹诈本身的合法性得到了确立。特拉华州大法官法庭认为，1984 年向巴斯兄弟支付的包含 3% 溢价的 13 亿美元是合理的，因为它消除了巴斯集团今后可能对德士古公司所施加的潜在破坏效果。[①] 特拉华州高级法院支持大法官法庭的判决，批准了德士古公司对巴斯兄弟的绿票讹诈支付，并驳回了股东的反对意见。很显然，这一重要判决为绿票讹诈在特拉华州法庭系统的合法性开创了先例。不过，还有一些州就不支持绿票讹诈，比如加利福尼亚州。迪士尼公司的股东对董事会提出了起诉，反对公司向斯坦伯格支付宣布的绿票讹诈。法庭签发了禁止绿票讹诈支付的命令，到 1989 年该案件最终被解决的时候，斯坦伯格的信用公司和迪士尼公司都遭受了损失。

绿票讹诈对股东财富的影响

布拉德利和韦克曼（Bradley and Wakeman）研究了绿票讹诈对股东财富的影响，考察了 1974—1980 年间 86 起向内部人或非公司人员进行的回购。这项重要的研究显示，私下协商购买一部分外部股东的股份减少了其他没有参与行动的股东的财富。[②] 而从内部人手中回购股票则增加了股东的财富。因此，布拉德利和韦克曼的研究支持了管理者堑壕假说。在揭示向外部人发起特定目的的股票回购会损害股东的利益时，该研究指出，这些特定目的的股票回购不符合股东利益最大化目标。它进一步指出，在进行这些回购活动时，管理层的行为实际损害了股东的利益。其他研究，比如丹恩和迪安杰洛（Dann and DeAngelo）在深入研究中止协议的情况下，也指出公司宣布目标股份收购对没有参与行动的股东的财富产生了负面影响。[③]

---

① *Good v. Texaco, Inc.*, No. 7501 (Del. Ch. February 19, 1985), *aff'd sub nom. Polk v. Good*, 507 A. 2d 531 (Del. 1986).

② Michael Bradley and L. MacDonald Wakeman, "The Wealth Effects of Targeted Share Repurchases," *Journal of Financial Economics*, 11, April 1983, 301-328.

③ Larry Dann and Harry DeAngelo, "Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 11 (1-4), April 1983, 275-300.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1986年，韦恩·麦克尔森（Wayne Mikkelson）和理查德·鲁柏克(Richard Ruback)[1] 分析了111起回购，发现只有5%的回购发生在收购方明确宣布收购企图之后。1/3的回购是在改变控制权的企图不是很明显时发生的，比如形成了初步的收购计划或者是发生代理权争夺时。几乎有2/3的回购发生时没有任何明显的被收购迹象。很有趣的是，麦克尔森和鲁柏克的研究显示，由购回股票引起的股票价格上升不足以抵消目标股份回购带来的负面影响。麦克尔森和鲁柏克发现，回购对股票价格的综合影响高达17%！他们的研究支持了股东权益假说，证实目标股份回购确实有利于现有股东。这与布拉德利和韦克曼的研究结论相冲突，从而使得这一争论更加扑朔迷离。麦克尔森和鲁柏克的研究同样表明，绿票讹诈支付并不能降低控制权变化的可能性。他们指出，目标股份回购后控制权发生变化的概率比没有进行这类回购的样本公司高3倍。

很多近期研究运用了1974—1983年的目标股份回购数据，研究结果没有对管理层堑壕假说提供支持。[2] 巴加特和杰弗里斯发现，支付绿票讹诈的公司的表现并不差于那些没有采取该行动的公司。这个结果不支持如下观点：进行绿票讹诈支付的公司都是经营业绩欠佳、想通过正常的市场程序来改变管理层继而获得保护的公司。这些研究结论与布拉德利和韦克曼的结论的主要区别在于考察的样本不同。

安哥和塔克（Ang and Tucker）发现，支付了绿票讹诈的管理者通常在股票回购后的几年内被公司辞退。[3] 他们还发现，管理者被辞退的可能性与他们支付给出售股票的股东的溢价高低直接相关。

股份回购中的公司财务

股份回购（share repurchases）现象经常发生，并且通常发生的原因与收购或并购威胁毫无关系，注意到这一点是很重要的。公司可以利用股份回购方式向股东提供收益。从这种意义上看，它们是股利的一种替代物。拥有过多现金的公司可以选择支付较高的股利或者是派发特殊的一次性股利。另一种选择可能就是以对股东很具诱惑力的价格回购股份。卡尔（Kahle）考察了20世纪90年代前五年发生的700多起回购。[4] 她发现资产现金流比率较高的公司更可能进行股份回购而不是增加股利发放。有趣的是，她注意到公司通常不会将当初宣布的股份全部购回。格林斯坦和麦克利（Grinstein and

---

① Wayne Mikkelson and Richard Ruback, "Targeted Share Repurchases and Common Stock Returns," Working Paper No. 1707-86, Massachusetts Institute of Technology, Sloan School of Management, June 1986.

② Sanjai Bhagat and Richard H. Jefferis, "The Causes and Consequences of Takeover Defense: Evidence from Greenmail," *Journal of Corporate Finance*, 1, 1994, 201-231.

③ James S. Ang and Allen R. Tucker, "The Shareholder Effects of Corporate Greenmail," *Journal of Financial Research*, 11 (4), 1988, 265-280.

④ Kathleen Kahle, "When a Buyback Isn't a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options," *Journal of Financial Economics*, 63 (2), February 2002, 235-261.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Michaely）研究了1980—1996年间的79 000家公司，发现曾经进行回购的公司在未来更可能选择回购而不是增发股利。[①]

各项研究试图找出决定公司进行股份回购的主要原因。由本娜、纳加尔、斯金纳和王（Bena，Nagar，Skinner and Wong）所做的一项研究发现，S&P 500强公司发行股票期权所带来的稀释影响与公司回购股份的倾向相关。[②] 芬和梁（Fenn and Liang）对20世纪90年代1 100多家公司进行了研究，发现了类似的回购与员工股票期权发放之间的关系。[③]

从会计计量角度看，回购的股份以其成本入账。它们在财务报表中体现为股东总权益的减少。库存股票可能被“注销”（retired），引起后来的普通股和实缴资本账户的减少；或者也可能被再次发行。那些库存股票的再发行收益与其成本的任何差异都会引起实缴资本的调整。

绿票讹诈数量的减少

由于种种原因，绿票讹诈已经不常见了。其中一个原因是20世纪90年代敌意收购活动大规模下降减少了绿票讹诈支付的必要性。除此之外，联邦税法对从绿票讹诈中获得的收益实施50%的税收处罚。依据联邦税法，绿票讹诈被定义为向那些对上市公司进行了股权收购或者威胁将要进行股权收购的任何收购方支付的对价。被认定为绿票讹诈的支付必须是没有面向全体股东的支付。此外，尽管各种法律早已明确了绿票讹诈的合法性，但是诉讼各方还是不愿意为此支付大笔的司法费用，因为结果的不确定性太大了。例如，据报道，1989年迪士尼和索尔·斯坦伯格为了与股东进行司法调解，为1984年那笔包括5 970万美元溢价的绿票讹诈花费了4 500万美元。[④] 唐纳德·特朗普则为解决一宗包括1 800万美元溢价的绿票讹诈诉讼案件花费了650万美元的司法费用。此外，一些公司在公司章程中制定了反绿票讹诈修订条款，限制公司支付绿票讹诈的能力。研究表明，这类条款通常与其他反收购条款一起综合使用。[⑤] 虽然一些研究已经表明，反收购条款可能会对股东财富产生负面影响，但是艾克波指出，在他对反收购条款所做的一项大型研究的子样本中，反绿票讹诈条款的通过引起了正的市场反应。[⑥] 敌意收购规模的下降、税收处罚、反绿票讹诈条款的修订以及对诉讼费用的担心，这些因素共同作

---

① Grinstein and Michaely, *Journal of Finance*, June 2005.

② Daniel Bena, Venky Nagar, Douglas Skinner, and M. H. Wong, "Employee Stock Options, EPS Dilution and Share Repurchases," *University of Chicago Working Paper*, February 2002.

③ George Fenn and Nellie Liang, "Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives," *Journal of Financial Economics*, 60 (1), April 2001, 45-72.

④ Bhagat and Jefferis, 1994, p. 229.

⑤ Sanjai Bhagat and Richard Jefferis, "Voting Power in the Proxy Process: The Case of Antitakeover Charter Amendments," *Journal of Financial Economics*, 30, 1991, 193-225.

⑥ Espen Eckbo, "Valuation Effects of Antigreenmail Prohibitions," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, December 1990, 491-505.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用使绿票讹诈在 20 世纪 90 年代的收购中基本消失了。

绿票讹诈者的演变

事实上再也没有出现过第四次并购浪潮中那样的绿票讹诈，因为那些绿票讹诈者已经演变成新一类的股东活跃分子，他们采用的技巧与之前有所不同。现在出现了一些持有公司大量股票的大股东，在 21 世纪的首个十年内，这些活跃的投资者采取了不同的行动，他们不再追求所持股份被公司为防止敌意收购而以高的溢价买回。通常，他们利用所控制的对冲基金，像 20 世纪 80 年代的绿票讹诈同伴们所做的那样，持有公司一定的股票份额。只不过他们现在是利用这一股权来迫使公司作出改变，以提高他们所持股份的价值。例如，伊坎，这位在 20 世纪 80 年代就家喻户晓的绿票讹诈者，已经成为一位对冲基金的经理，2005 年和 2006 年他向时代华纳公司推荐了多种行动方案，如股票回购和公司重组，迫使这家媒体公司实现了增值变化。纳尔逊·佩尔茨（Nelson Peltz），这位 20 世纪 80 年代的敌意收购专家，利用他的特里安（Trian）基金和持有的温迪国际公司（Wendy's International）股份，采取了同样的行动。柯克·克科里安（Kirk Kerkorian）通过他的特拉辛达公司（Tracinda Corp.），积累了大量的通用汽车公司的股份，2005 年和 2006 年的持股比例达到了 7%～10%之间。利用其作为通用汽车公司最大股东的杠杆效应，克科里安曾经试图强迫这家汽车巨头采取大胆行动来提高其市场份额和整体盈利能力。[①] 与 20 世纪 80 年代的绿票讹诈者不同，这些投资者的行动所产生的影响更可能为目标公司的所有股东带来收益。他们通常并不只是为自己追求特定的收益，而是要改变公司的主要政策，使这些政策在符合他们的利益的同时也符合其他股东的利益。尽管这些股东的积极行动并不是出于乐善好施，或者是对更多人的关心，但他们对公司施加的压力可能确实起到了促使目标公司管理者更专注于提高经营业绩的作用。

中止协议

中止协议是指目标公司与潜在的收购者达成协议，规定这一收购者在未来的某一时期内不会增加对目标公司的股票持有量。中止协议在特拉华州的法律下已经被证实是合法的。[②] 中止协议一般发生在收购方已经持有目标公司大量的股份并且足以形成收购威胁之时。在很多中止协议中，收购方向目标公司允诺，在它决定卖出当前持有的目标公司的股份时，给予目标公司优先选择权。这一规定是用来防止这些股份落入其他的出价人手中，从而避免这些出价人以此要挟目标公司支付中止性补偿，或者更糟的是企图收购目标公

---

① Joseph White, "Kerkorian Aide Presses for Speed in GM Overhaul," *Wall Street Journal*, January 11, 2006, p. 1.

② *Alliance Gaming Corp. v. Bally Gaming International, Inc.*, 1995 W. L 523453 (Del. Ch. 1995).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司。另一种中止协议是指收购方允诺在其持股量达到某一比例后不会再增持该股票。换言之，目标公司设定了一个持股上限，达到这一水平之后收购方就不能再增加持股量。收购方遵循这些限制，并为此获得报酬。像绿票讹诈一样，中止协议为了使收购方不威胁收购目标公司而给予其相应的补偿。事实上，中止协议往往伴随着绿票讹诈。

中止协议对股东财富的影响

中止协议通常伴随着绿票讹诈支付，因此在进行研究时很难将二者的影响分离开。尽管如此，丹恩和迪安杰洛还是考察了1977—1980年间的81起中止协议。① 他们发现，中止协议和存在溢价的股票协商回购给没有参与行动的股东带来了损失。平均来说，股票价格下降了4%。丹恩和迪安杰洛的研究支持了管理者堑壕假说，考虑到那些没有参与行动的股东，这显然与股东权益假说不一致。

麦克尔森和鲁柏克的研究考虑了伴随着中止协议的绿票讹诈的影响。② 他们发现，如果目标股份回购带来损失，那么当回购伴随着中止协议时，这种损失将更大。因此，我们可以得出这样的结论：与一个工具单独作用所造成的影响相比，这两种反收购工具共同作用对股票价格造成的负面影响通常（但不一定总是）更大。

案例研究

吉列公司——中止协议和绿票讹诈

1986年，已经收购了露华浓公司的罗纳德·佩雷尔曼对吉列公司产生了浓厚兴趣。当罗纳德打算对吉列公司进行股权收购时，吉列公司作出回应，向露华浓公司支付5.58亿美元，作为露华浓公司同意不以65美元的价格收购股东手中的股份的回报。该交易的独特之处在于，吉列公司甚至向代表露华浓公司的投资银行支付了绿票。吉列公司向德崇证券公司支付了175万美元，作为其承诺在未来3年内不采取任何收购或试图收购吉列公司的举动的报酬。这证实了投资银行在20世纪80年代的收购浪潮中起到的积极作用。看到自己的危机，吉列公司担心德崇证券会主动接触其他潜在的收购方。

绿票讹诈支付通常只是一个临时性的应对措施，这一点被另一个出价方——康尼斯顿合伙有限公司（Coniston Partners）以争夺代理权的手段开始了收购吉列公司的尝试这一事实所证明。在吉列公司和康尼斯顿之间针锋相对的代理权争夺过程中，吉列公司和其他10家公司签订了中止协议，它们分别是：高露洁（Col-

---

① Larry Y. Dann and Harry DeAngelo, "Standstill Agreements and Privately Negotiated Stock Repurchases and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 11, April 1983, 275-300.

② Wayne Mikkelson and Richard Ruback, "Targeted Share Repurchases and Common Stock Returns," Working Paper No. 1707-86, Massachusetts Institute of Technology, Sloan School of Management, June 1986.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

gate Palmolive)、罗尔斯顿-普瑞纳（Ralston Purina)、安海斯-布希（Anheuser-Busch)、百事公司（PepsiCo)、大都会媒体（Metromedia)、花旗集团、所罗门兄弟（代表自身的利益)、基德尔（Kidder)、皮博迪（Peabody)、KKR和福斯特曼-利特尔（Forstmann Little)。[1]

吉列公司与康尼斯顿最终达成一致，康尼斯顿作出让步，与吉列公司签订中止协议，吉列公司同意购回康尼斯顿及其他股东手中的股票作为回报。吉列公司总计1 600万股的股票以高于市场价格（当时为45美元[2]）的价格被购回。吉列公司的案例研究涉及霍尔德内斯和希恩（Holderness and Sheehan）对袭击者能够获取某些收益的研究。[3]吉列公司曾成为几个袭击者的目标，包括露华浓的首席执行官罗纳德·佩雷尔曼在内。他在1986年11月的尝试收购行为失败之后同意与吉列公司签订中止协议。尽管佩雷尔曼与吉列公司之间签订了中止协议，但到1987年年末，当其他收购方对这家剃须刀制造商表现出兴趣时，他再次表示有收购这家公司的意愿。

吉列公司面临的持续不断的压力也产生了一些有利的影响。它向各方收购威胁作出了回应，降低成本并精减员工数量。吉列公司还采取了很多整改措施，包括减少和清除公司的弱势业务。[4]到1990年，公司共辞退了2 400名员工，并出售了几个弱势业务。受效率提高的影响，1989年吉列公司的股票总收益率达到了50%，而在前十年中公司的股票年均收益率只有24%。[5]至少在吉列公司的案例中，霍尔德内斯和希恩关于袭击者带来有利影响的假设得到了支持。2004年，吉列公司的各种主要产品，如剃须刀系列和金霸王电池的年销售额就达到了105亿美元，净收益17亿美元。2005年，业绩提高后的吉列公司被宝洁公司收购。

① "Trial Discusses Identity of 10 Firms Gillette Company Contacted as White Knights," *Wall Street Journal*, June 27, 1988, p. 16.

② Alison Leigh Cowan, "Gillette and Coniston Drop Suit," *New York Times*, August 2, 1988, p. D1.

③ Clifford Holderness and Dennis Sheehan, "Raiders or Saviors? The Evidence of Six Controversial Raiders," *Journal of Financial Economics*, 14 (4), December 1985, 555 - 581.

④ "How Ron Perelman Scared Gillette into Shape," *Business Week*, October 12, 1987, p. 40.

⑤ Anthony Ramirez, "A Radical New Style for Stodgy Old Gillette," *New York Times*, February 25, 1990, p. 5.

白衣骑士

当一家公司成为敌意收购的目标或者受到潜在收购方的收购威胁时，它可以寻求白衣骑士的帮助，白衣骑士就是另一家目标公司更加愿意接受的买家。然后，白衣骑士就会以比最初的出价者更优惠的条件来购买目标公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全部或部分股票。这些优惠条件可能是更高的收购价格，也可能是不会解散公司或者不会辞退管理层及其他员工的承诺。有时候要找到一个愿意接受这些限制条件的善意收购者并不是一件很容易的事。通过接触同行业的公司，或者在调查了潜在收购者的投资银行家的帮助下，目标公司可以找到白衣骑士。为了达成摆脱第一收购者的最佳交易，目标公司通常不得不讨价还价。通过与白衣骑士达成协议，目标公司的管理层可以保留现在的职位，从而保持对公司的控制。目标公司也可能向白衣骑士出售某些资产，并保留对目标公司剩余资产的控制权。潜在的白衣骑士可能会要求一些优惠条件或者其他报酬来作为参与交易的条件。不过，如果这一报酬只提供给白衣骑士而不提供给敌意收购者，并且如果这一报酬大到足以使敌意收购方主动撤退的程度，与白衣骑士的该项交易就会违反目标公司的露华浓原则。

收购策略及股权集中度：美国与欧洲的对比

在美国，尽管个人持有相当数量的美国公司股票，但大多数股票由机构投资者持有。英国也一样，大部分股权由机构投资者持有。尽管通常机构投资者作为一个整体控制了多数股票，但是有些机构投资者还是不希望大比例地持有某家公司的股票。这与欧洲大陆的国家不同，在那里甚至是上市公司的股票都会高度集中于某个组织或者个人手中。弗兰克斯和迈耶（Franks and Mayer）发现，在德国和法国最大的上市公司中，80%的公司拥有持股比例在25%以上的大股东。[1] 通常股票集中在某个人或某家庭或者其他公司手中。他们研究的公司中，有一半以上的公司只拥有一个大股东。通常这种公司的股本结构呈金字塔形，即一家公司拥有另一家公司的股票，而后一家公司又拥有其他公司的股票，等等。另外，在欧洲大陆的很多大公司都是私有公司，并不在公开市场上市。弗兰克斯和迈耶还注意到，奥地利、比利时、德国和意大利的公司都有单个的大股东，他们或者是个人或者是机构投资者，控制了公司50%以上的投票权。在荷兰、西班牙和瑞典的50%的公司中，单个股东控制的投票权比例分别在43.5%、34.5%和34.9%以上。据报道，20世纪90年代末在巴黎交易所上市的前250家大型公司中，57%的公司是单一家族控股公司。[2] 与此形成对比的是，英国的大股东平均仅拥有9.9%的投票权，而美国纳斯达克市场和纽约证券交易所的上市公司大股东的平均持股量仅仅超过了应该披露的5%的水平（分别为8.5%和5.4%）。他们的研究同样关注第二大股东和第三大股东的持股量，结论是欧洲大陆公司的股权集中度要远远高于英国和美国公司。

---

① J. Franks and C. Mayer, "Ownership and Control," in H. Siebert, ed., *Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?* (Coronet Books, 1995).

② Peter Gumbel, "Putting on Heirs: A New Generation is Leading Europe's Biggest Family Firms Toward New Profits— and Risks," *Time*, March 24, 2003.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股权集中度与收购的关系在于，在进行敌意收购时，公开收购在美国很普遍；而在欧洲大陆，由于股权往往集中在某个大股东手中，公开收购就不太容易成功。除非持有大量股权的大股东愿意出售其拥有的股票，否则敌意收购就很难实施。股权集中是敌意收购者在欧洲需要关注的又一个因素，而在美国通常就不需要考虑这一点。

案例研究

泰科公司充当 AMP 的白衣骑士

1998 年，联信公司提出以 100 亿美元敌意收购 AMP 公司。AMP 公司位于宾夕法尼亚州的哈里斯伯格市，是一家生产电子连接器的多元化企业，其年收入不到 60 亿美元，净利润不到 5 亿美元，大约有一半的收入来自美国境外，如欧洲和亚洲。AMP 公司试图保持独立，但是当看到成功的希望极其渺茫的时候，公司决定寻找一位白衣骑士。AMP 公司作出这一决定的部分原因是，联信公司得到的有利的法庭判决为其发起企图控制 AMP 董事会的代理权竞争打开了绿灯。

AMP 公司同意将自己出售给泰科公司，泰科公司是我们在第 4 章中已经介绍过的总部位于百慕大汉密尔顿的工业集团公司，其时年销售收入超过 120 亿美元，净收益超过 10 亿美元。该交易是一项价值高达 113 亿美元的以股换股交易。这次交易基本上使泰科公司的规模扩大了一倍，20 世纪 90 年代泰科公司就是主要通过收购来获得快速增长的。那时，AMP 由于销售收入和净收益降低造成股票价格下跌，正面临着被收购的危险，而泰科公司的市盈率高于其他很多工业公司（市盈率为 32），这对于 AMP 来说很有吸引力。这次交易是泰科公司实施的通过收购战略实现增长的几项交易之一。2006 年，在市场压力下，泰科公司放弃了这种战略，并最终解散了这个多元化经营集团。

白衣骑士竞价对股东财富的影响

研究结果表明，白衣骑士竞价通常不能实现收购公司的股东财富最大化。在对 1978—1987 年这 10 年间的 100 起白衣骑士案例进行的研究发现，白衣骑士的股东的财富遭受了不同程度的损失。[①] 这一结论得到了另一项对 1974—1984 年间 50 起白衣骑士案例的研究的证实。引起股东财富减少的原因是，这样的收购不是计划中的战略性收购行为，因此不能给收购公司的股东带来任何净收益。除此之外，白衣骑士处于一个竞争性的竞价收购环境中，所出的价格要远高于非竞争性收购价格。研究表明，竞争对收购公司的股东财富会

① Ajeyo Banerjee and James E. Owers, "Wealth Reduction in White Knight Bids," *Financial Management*, 21 (3), Autumn 1992, 48–57.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产生负面影响[1]，这种负面影响对后来的出价者甚至更大。

案例研究

T·布恩·皮肯斯和梅萨石油公司对抗城市服务石油公司——多次实施白衣骑士策略

正在第四次并购浪潮即将起步的时候，梅萨石油公司的首席执行官T·布恩·皮肯斯卷入了几起经典的收购战役中。其中一起就是1982年6月报价收购城市服务石油公司（Cities Service Oil Company）。城市服务石油公司虽然不是石油"七姐妹"（那时美国最大的七家石油公司）之一，但它的规模大约为梅萨石油公司的20倍。自1979年起，梅萨石油公司就一直对城市服务石油公司进行投资，并且选择1982年来出价收购这家大型石油公司。皮肯斯认为城市服务石油公司拥有很有价值的资产，但是管理不善。城市服务石油公司案例反映了大型石油公司在管理中普遍存在的问题。城市服务石油公司是一家位于俄克拉何马州图尔萨市的大型公司，1982年时它在《财富》500强公司中排名第38位，是全美第19大石油公司。但是公司的运作异常迟缓，即使用石油行业的低标准衡量依然很慢，公司的这种状况已经持续了50年之久。它的炼油厂和化工厂已经倒闭，虽然公司还拥有3.07亿桶原油和3.1万亿立方英尺的天然气储备，但是至少十年来这些天然气储备一直在下降。公司租借了1 000万英亩，却没有发现新的石油与天然气资源。城市服务石油公司的问题被它的现金流所掩盖，随后出现的OPEC油价上涨继续掩盖了这一问题。但是，股票价格却暴露了公司的管理状况，只有公司资产价值的大约1/3。管理者并没有意识到这个问题，或者说他们根本就是漠不关心，但是任何一种情况都会置公司于死地。[1]

梅萨石油公司对城市服务石油公司的出价为每股50美元。城市服务石油公司以反噬措施还击，以每股17美元的价格收购规模较小的梅萨石油公司。这个价格并不高，因为在此之前，梅萨石油公司的股票价格就达到了16.75美元，所以城市服务石油公司的出价并没有包含溢价。城市服务石油公司请求海湾石油公司作为它的白衣骑士。海湾石油公司同样受到了大型石油公司批评家皮肯斯的指责。海湾石油公司对城市服务石油公司报出了每股63美元的价格。城市服务石油公司认为，海湾石油公司是同类型的石油公司，在对待城市服务石油公司的管理层方面会比梅萨石油公司更加友善，而且那时海湾石油公司是美国的第三大石油公司，因此城市服务石油公司接受了海湾石油公司的报价。梅萨石油公司则以每股55美元的价格将手中的股票卖给城市服务石油公司，赚取了每股11美元的利润，总额达到4 000万美元。可是海湾石油公司对收购城市服务石油公司还有其他方面的担心：因为一旦合并成功，海湾石油公司将为此承担高额的债务。另外，海湾石

---

① Michael Bradley and L. MacDonald Wakeman, "The Wealth Effects of Targeted Share Repurchases," *Journal of Financial Economics*, 11, April 1983, 301-328.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

油公司也担心美国联邦贸易委员会可能会以反托拉斯为名干涉这次并购。令城市服务石油公司大为震惊与恼火的是，海湾石油公司降低了对城市服务石油公司的出价。在海湾石油公司宣布退出之后，城市服务石油公司的股票价格跌到了每股30美元。城市服务石油公司的管理层严厉指责海湾石油公司，并指出他们的这一行为应该受到谴责。城市服务石油公司不得不寻找另一位白衣骑士。由著名的阿曼德·哈默（Armand Hammer）领导的西方石油公司提出了每股50美元的报价，先以现金收购城市服务石油公司49%的股份，然后以一些价值不确定的证券购买其剩余股份。城市服务石油公司以出价太低回绝了。后来西方石油公司将收购价格提高到55美元，前期以现金支付，后期使用高质量的有价证券。最终城市服务石油公司同意将自己出售给第二位白衣骑士。

① T. Boone Pickens, *Boone* (Boston: Houghton Mifflin, 1987), p. 150.

白衣护卫防御

白衣护卫防御和白衣骑士防御类似。不过，在白衣护卫防御中，目标公司寻求实施一种解决策略来保留公司原有的独立性。白衣护卫就是这样一家同意购买目标公司的大部分股权的公司。被白衣护卫选择购买的股票往往是可转换优先股。这些可转换优先股可能已经在公司章程修订中以空白支票优先股的形式获得了批准。即使这些股份是空白支票优先股，目标公司可能还需要获得股东的批准。例如纽约证券交易所规定，当这些股票是向管理层或者董事发行时，或者发行的数量达到公司流通股份的20%时，就必须得到股东们的一致同意。白衣护卫显然对获得目标公司的控制权不感兴趣。从目标公司的角度看，白衣护卫的吸引之处在于，目标公司的大部分拥有投票权的股份放在了不会将股票卖给敌意收购者的公司或投资者手中。交易可以是这样构造的，即提供给白衣护卫的股票不能被出售给敌意收购者。不过，有时候为了使潜在的白衣护卫继续参与交易活动，目标公司会向其提供诸如董事会的一个席位这类激励。其他的激励措施可能是优惠的股票价格或者是承诺提供慷慨的股利。在确保白衣护卫不会成为敌意收购方的措施中，可能要求白衣护卫同意提前投票赞成目标公司而不是反对它。

白衣护卫防御措施的经典案例是1984年卡特·霍利·黑尔公司（CHH）向通用制片公司（General Cinema Corporation）出售可转换优先股的交易。这一交易使通用制片公司拥有CHH公司22%的投票权。CHH公司认为这一行为可以有效防范被利姆剔德公司（Limited Corporation）收购。在采取白衣护卫防御措施的同时，CHH公司还进行了股票回购，使通用制片公司对CHH公司的投票权上升到33%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例研究

保时捷获得大众汽车的白衣护卫利益

2005 年，保时捷公司（Porsche）获得了欧洲最大的汽车制造商——大众汽车公司（Volkswagen）的股份。2005 年 10 月，位于德国斯图加特市的保时捷公司拥有大众汽车公司正好 19%的股份，这使保时捷公司成为大众汽车公司的最大股东。下萨克森州的大众汽车公司犯了战略性错误，试图在通常为价格适中、批量销售的大众汽车品牌下营销豪华汽车。这种战略上的错误导致了大众汽车公司在北美市场出现亏损。2005 年 11 月，大众汽车公司承认了这次失误，并且决定在美国市场停止营销它试图推出的豪华品牌——辉腾汽车。

德国法律规定股东拥有的投票权上限为 20%。欧盟内部对此很有争议，并迫使德国放弃该法律。2005 年，大众汽车公司的业绩不佳引起了私人权益公司的注意，它们开始大量囤积大众汽车公司的股票。部分出自要维持大众汽车公司的德国身份的原因，保时捷公司向大众汽车公司提供援助。这在保护主义思想极重的德国并不是一种罕见现象。

保时捷公司成为白衣护卫的可能候选人，因为早在 20 世纪 30 年代，费迪南德·保时捷（Ferdinand Porsche）就设计了第一款大众篷车。他的孙子，费迪南德·皮耶希（Ferdinand Piech）是大众汽车公司的董事。除了家族关系，大众汽车公司还是保时捷汽车公司的零部件供应商，并且两家公司共享生产 SUV 的生产车间。不过，这次收购大众汽车公司的股份还是引起了公司的治理问题，因为保时捷公司拥有优良的股权收益，而大众汽车公司的收益极差。从保时捷公司股东的角度看，很难证明这次投资是公正合理的。

大众汽车作为一家中端市场汽车公司，尽管在营销高端汽车时遇到了一些问题，但在 2005 年它再次宣布将推出布加迪·威龙汽车（正好在大众汽车公司宣布从美国市场撤销辉腾汽车营销之后）。如果没有注意到这一点，我们可能就会小瞧大众汽车公司。双排座的威龙汽车配有 1 000 马力的发动机，价格高达 100 万美元。该款汽车经历了 7 年痛苦的研发过程，并且大众汽车公司坦率地承认它不会直接盈利。[①]这似乎是聘请皮耶希先生担任首席执行官的代价之一，该笔代价以及保时捷公司的高端客户基础未能成功地将这家中端市场汽车制造商改造为高端汽车制造商。

① Stephen Power, "Million-Dollar Baby: World's Most Expensive Car," *Wall Street Journal*, December 14, 2005, D1.

并购协议条款

目标公司可能寻求与善意收购方，如白衣骑士签订协议，向它们提供一定的利益，激励它们参与并购过程。这些激励措施可能采取锁定期权（lockup options）、最高酬金（topping fees）或者损失费（bustup fees）形式，使得敌意收购变得更加困难与昂贵，从而保护目标公司的利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锁定交易

锁定交易（lockup transactions）类似于白衣护卫防御措施。在锁定交易中，目标公司出售的是公司的资产而不是股票。有时候，“锁定交易”这一术语也被更普遍地用以表示公司向善意的第三方出售资产和股票。在锁定交易中，目标公司向第三方出售部分资产，这样使目标公司对于收购方来说变得不具吸引力。目标公司通常出售那些它认为收购方最希望得到的资产。锁定交易也可以以锁定期权的形式出现，即赋予善意第三方在目标公司控制权发生变化时买入特定资产或股票的权利。锁定期权甚至可以在收购方持有目标公司的股份少于51%时生效。

在某些情况下，锁定期权被视为无效。法院认为锁定期权限制了最初出价方对目标公司的收购能力。威廉姆斯法规定要约收购必须经过20天的等待期，而锁定期权的存在使最初出价方的等待期还没有结束，目标公司与善意第三方的议价过程就已经开始了。一个无效锁定期权的例子发生在1981年，当时为了防止被美孚石油公司收购，马拉松石油公司向美国钢铁公司提供期权，使美国钢铁公司可以按固定价格购买其下属的耶茨油田（Yates Oil Field)。这项期权将对今后的投标竞价产生重大影响，因为耶茨油田是马拉松石油公司最有价值的资产。法院判定这一期权无效，因为它违背了威廉姆斯法。之后另一家仲裁法庭也支持了这一判决。最后，美孚石油公司由于违反了反托拉斯法而停止了收购，马拉松石油公司则被美国钢铁公司收购。

在后来发生的收购战役中，同样是在特拉华州，大法官法庭判决锁定期权合法有效。这个案例发生在1988年，在J. P. 史蒂文斯与西点-佩珀雷尔(West Point - Pepperell）两家纺织品制造公司的收购战中，法庭裁定J. P. 史蒂文斯提供给另一买家——奥德赛合伙企业（Odyssey Partners）的财务激励是合法的。在这项激励中，J. P. 史蒂文斯对奥德赛合伙企业提供1 700万美元的财务补偿和在收购价格大幅上升时800万美元的额外补助。与对J. P. 史蒂文斯12亿美元的投标价相比，这些财务激励可能是微不足道的。在进行裁决时，法庭的依据是仅向某一买方提供的锁定期权或者财务激励是否促进了竞价过程。法院认为竞价过程能够带来高价，从而增加股东的财富。特拉华州大法官法庭的威廉·T·艾伦（William T. Allen）法官是这样表述他的观点的：“只有在对股东有利时，我们才会倾斜天平。”[1]

在第五次并购浪潮中，特拉华州最高法院裁定，维亚康姆公司拥有的锁定期权无效，这项期权规定，在QVC收购派拉蒙公司后，维亚康姆公司能够以预先商定的收购价购买派拉蒙通信公司2 400万份库存股票。[2] 这样，维亚

① “When Targets Tilt Playing Fields,” *New York Times*, April 21, 1988, p. D2.

② *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* 637 A. 2d (Del. 1994).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

康姆公司就可以向QVC出售股票，从而抬高QVC的价格。

大多数人认为，管理层利用锁定期权来保护自己的利益。在某些情况下事实确实如此。不过，蒂莫西·伯奇（Timothy Birch）研究了1988—1995年间的2 067件交易，其中8%采用了锁定期权，研究发现，当存在锁定期权时，目标公司获得了较高的收益率，而收购公司则获得了较低的收益率。[①] 这表明，平均来说目标公司的股东可以从这类安排中受益。

尽管J. P. 史蒂文斯和西点-佩珀雷尔一案的裁决已经明确了锁定期权的合法性用途，但其后特拉华州高级法院的判决进一步强调了这些合约的非法用途。法院判决麦克米伦公司与KKR公司之间订立的锁定期权协议不合法，因为这一协议允许KKR公司甚至在它与麦克米伦公司的协议没有成功签订之后仍可以购买麦克米伦公司某些有价值的资产，这一设计仅仅是终止了竞价过程，并使KKR公司占有竞价先机。但是竞价是可以实现股东财富的最大化的。在这个案例中，锁定期权被用来驱逐一个不受欢迎的买家——马克斯韦尔通信公司（Maxwell Communications Corporation）。法院的立场是，锁定期权只能用于促进而不能限制竞价过程。[②]

案例研究

露华浓与潘特里普赖德公司

1985年，潘特里普赖德公司（Pantry Pride）的首席执行官罗纳德·佩雷尔曼出价收购露华浓公司。麦克安德鲁斯和潘特里普赖德公司的母公司——福布斯控股公司在1978—1984年间通过一系列收购活动建立了一家多元化经营企业，收购的公司包括一家珠宝企业、一家烟草公司、一家糖果厂和潘特里普赖德连锁超市。露华浓公司由查尔斯·雷夫森（Charles Revson）创建，是全国最大的化妆品公司之一。雷夫森的继承人迈克尔·贝杰拉克是ITT企业集团的前任领导者，也是哈罗德·吉宁的门生，通过在卫生保健领域大量进行收购，贝杰拉克极大地扩张了露华浓公司的业务。在贝杰拉克时代，露华浓公司的收入更多地来自卫生保健业务，而不是化妆品业务；在资产规模上，露华浓公司大约是潘特里普赖德公司的5倍。

对贝杰拉克来说，露华浓公司的收购战略进展得并不顺利。当时，露华浓公司的收入已经开始不断下滑。佩雷尔曼决定出价收购露华浓公司，他的目的是卖掉卫生保健部门，保留原来著名的化妆品业务。潘特里普赖德公司给出了每股53美元的收购价。为了收购这家规模明显大于自己的露华浓公司，潘特里普赖德公司借入了21亿美元的贷款。露华浓公司的董事会则通过了福斯特曼-利特尔公司报出的每股56美元的杠杆收购计划。当潘特里普赖德公司将它们的出价提高到56.25美元时，露华浓公司向福斯特曼-利特尔公司提供了一项以5.25亿美元购买

① Timothy R. Birch, "Locking Out Rival Bidders: The Use of Lockup Options in Corporate Mergers," *Journal of Financial Economics*, 60 (1), April 2001, 103-141.

② "Delaware High Court Rules a Company Can't Use 'Lockup' Just to Stop a Suitor," *Wall Street Journal*, May 8, 1989.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

露华浓的两个分公司的锁定期权，使福斯特曼-利特尔公司能够将出价提高到57.25美元。据露华浓公司的投资银行家所称，与这些分公司的实际价值相比，锁定期权规定的价格要低7 500万美元。[1]当出价方收购了露华浓公司40%的股份时，这项锁定期权就会被执行。

特拉华州大法官法院裁定，董事会通过的这项锁定期权协议违背了他们应尽的受托责任。法院认为这项期权有效地终止了竞价过程，并且向福斯特曼-利特尔公司的杠杆收购计划提供了不公平的利益。不过，在裁决书中，法院并没有宣布锁定期权是不合法的。它指出，锁定期权可以提高出价，增加股东的财富，从而在交易过程中发挥了重要作用。

① Dennis Block, Nancy Barton, and Stephen Radin, *Business Judgment Rule* (Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1988), p. 101.

终止酬金、停止酬金与最高酬金

终止酬金（termination fees）或停止酬金（breakup fees）和最高酬金一样，发生在目标公司被别的公司而不是最初的投标者收购时，目标公司答应向最初投标者提供的补偿。这些酬金将用来弥补投标者在竞价过程中发生的费用。有时候，这些酬金用来激励一些较为犹豫的投标者参与一场昂贵且前途未卜的竞价过程中。但对于袭击者来说却不是一种激励，因为这些酬金构成了目标公司的负债，一旦收购成功，袭击者就必须承担这笔费用。因此，尽管这些酬金事实上不会被视为像毒丸计划那样可靠的反收购防御措施，我们还是要在本章中对它们进行阐述。

2000年，作为取消它与华纳-兰伯特公司1999年签订的兼并协议的酬金，美国家庭用品公司（现更名为惠氏公司）从辉瑞公司处获得了大约18亿美元。这是历史上最大的一笔停止酬金。当时辉瑞公司在对华纳-兰伯特公司的收购战中获胜，美国家庭用品公司则以“安慰奖”的名义获得了这笔钱。尽管这笔支出金额巨大，但对华纳-兰伯特公司的收购，使得刚刚收购了法玛西亚公司（Pharmacia）的辉瑞公司牢牢地占据了全球医药行业的领导地位。这次收购也使辉瑞公司有权经营全球销量最大的药品——立普妥抗胆固醇药，该药在2004年的销售额就达到了130亿美元，接近惠氏公司在2004年的所有药品销售收入。对于该项支付，辉瑞公司还能获得税收上的优惠。再如，佳腾公司选择与波士顿科学合并时，它因未与强生公司合并而向其支付了6.22亿美元的终止酬金。

终止酬金在第四次并购浪潮中还较少运用，但现在已经变得十分普遍。在1997—1999年间，2/3的并购投标中都设有终止酬金条款。[1] 对这些酬金的

① Micah S. Officer, "Termination Fees in Mergers and Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 69 (3), September 2003, 431-468.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一种看法是，它们阻止了竞价过程，并且因此保护管理层的利益。另一种观点是，它们提供了目标公司从收购方获得更高出价的杠杆。迈卡·奥菲瑟（Micah Officer）研究了1988—2000年间发生的2 511项并购出价和要约收购。他发现终止报酬的平均额度为3 524万美元，中位数只有800万美元。[①] 平均终止酬金为被收购股权总额的5.87%。他还发现规定终止酬金条款的收购溢价平均要高出4%。贝茨和莱蒙的研究结果也支持了终止酬金提高溢价水平的结论，他们分析了一个包括3 307项交易的样本，发现带有终止酬金条款的公司的收购溢价要高出3.1%。[②] 并且带有终止酬金条款的报价完成收购的可能性要更高些。

一对一交易条款

一对一交易条款（no-shop provisions）可能包括在全部收购协议中，也可能是一份出售方同意不与其他买方进行协商及交易的意向书。目标公司可能会设法与一家白衣骑士达成协议，并利用一对一交易条款作为它们拒绝与敌意收购方进行协商及交易的理由。

派拉蒙通信公司在设法防范QVC的敌意收购时就采取了这种做法。不过在这个案例中，法院判定一对一交易条款不合法，因为它们通常会影响竞价过程的进行。尽管法院严厉指责了派拉蒙—QVC收购战中运用的一对一交易条款，但是根据特拉华州法律，一对一交易条款是合法的。

改变资本结构

目标公司可以通过各种途径来改变资本结构，以防范敌意收购。这种防御性的资本结构变化主要可以采取以下四种方式：

1. 资本结构调整。
2. 增加债务：
   a. 发行债券；
   b. 银行贷款。
3. 增发股票：
   a. 一般发行；
   b. 白衣护卫；
   c. 员工持股计划。
4. 回购股票：
   a. 自行招标；

---

① Officer, 2003, 431-468.

② Thomas W. Bates and Mitchell L. Lemmon, "Breaking Up Is Hard to Do? An Analysis of Termination Fee Provisions and Merger Outcomes," *Journal of Financial Economics*, 69 (3), 469-504.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

b. 公开市场购买；
c. 目标股票回购。

资本结构调整

虽然是一种很激烈的反收购措施，资本结构调整在20世纪80年代末就已经十分流行。在经过资本结构调整后，公司的财务状况就会和资本结构调整前大相径庭。根据资本结构调整计划，公司往往会通过大规模举债来向股东派发丰厚的红利。由于这个原因，这些计划有时候被称为杠杆性资本结构调整（leveraged recapitalizations）。当一家公司进行资本结构调整时，它会用债务来取代大部分股权，并且大规模地向股东派发股息。股东除了收到股利之外，还可能会得到一种称为存根（stub）的股票证明，代表他们在公司中拥有的新的所有权股份。

在进行资本结构调整时，公司的财务杠杆通常会显著提高。研究表明，资本结构调整使公司总负债对总资本的比率平均由20%上升到70%。[①]

1985年，在高盛投资银行的帮助下，多媒体公司（Multimedia Corporation）最先采用资本结构调整，以作为一种反收购防御措施。多媒体公司位于南卡罗来纳州的格林威尔市，是一家广播公司。在其创办家族发起杠杆收购要约后，多媒体公司收到了其他公司的竞标，因此公司决定进行资本结构调整。除了分红派现外，多媒体公司的股东所持存根价值在两年内由最初的8.31美元上升到52.25美元。[②] 多媒体公司的成功做法带动了其他公司进行一系列的资本结构调整，例如FMC公司、柯尔特工业集团和欧文斯科宁公司（Owens Corning），其中好几家公司在其后的两年内完成了资本结构调整。

资本结构调整计划的吸引之处在于，它允许公司充当自己的白衣骑士。在类似情况下，许多公司要么寻求一个外部实体作为白衣骑士，要么实施杠杆收购。资本结构调整则是上述二者的备选方案。此外，如表5—1所示，公司债务的大量增长会使其对于后来的投标者缺乏吸引力。资本结构调整之所以能够防御敌意收购，是因为股东手中的股票的价值将因此而远远高于其历史股价。这个收益将比接受敌意收购强得多。

资本结构调整吸引目标公司管理层的另一个优点是，它能给予管理层对目标公司更大的控制权。目标公司可以向ESOP发行一些普通股[③]，也可以发行其他增加管理层投票权的股票期权。其他股东只能在资本结构调整中获得

---

① Atul Gupta and Leonard Rosenthal, "Ownership Structure, Leverage and Firm Value: The Case of Leveraged Recapitalizations," *Financial Management*, 20, Autumn 1991, 69 - 83; and Punett Handa and A. R. Radhakrishnan, "An Empirical Investigation of Leveraged Recapitalizations With Case Payout as a Takeover Defense," *Financial Management*, 20, Autumn 1991, 38 - 68.

② "The New Way to Halt Raiders," *New York Times*, May 29, 1988, p. D4.

③ Ralph C. Ferrara, Meredith M. Brown, and John Hall, *Takeovers: Attack and Survival* (Salem, NC: Butterworth, 1987), p. 425.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一股，即存根，不过，无论采取哪种债务与现金组合的支付方式，公司都必须保证所有非管理层股东得到的股票价值至少要等于管理层得到的价值。资本结构调整后，集中在内部人手中的股份显著提高。

资本结构调整在实施之前是否需要获得股东的同意，这取决于各州法律及公司章程。向股东提交资本结构调整计划时，作为整个反收购计划的一部分，公司通常会希望它们能够同时通过其他的各种反收购措施。这些反收购措施在前面已经进行了阐述，如公平价格条款、轮换董事会等。

除了可能要受到公司章程与州法律限制外，之前签订的债务协议中的某些条款也可能会限制公司进行资本结构调整。当公司从银行借款或发行公司债券向投资者举债时，就可能签订这类协议。这些带有限制性条款的债务协议限制了公司的选择，加大了债务偿还的保证系数。这些限制性条款还可能会限制公司进行再次举债，以免增加公司破产的可能性。

表 5—1　　资本结构调整的效果比较

公司名称		资本结构调整前	资本结构调整后
多媒体公司	长期负债	73.2	877.7
	净资产	248.7	d576.4
	每股账面价值	14.9	d52.4
FMC 公司	长期负债	303.2	1 787.3
	净资产	1 123.1	d506.6
	每股账面价值	7.54	d11.25
柯尔特工业集团	长期负债	342.4	1 643.1
	净资产	414.3	d1 078.0
	每股账面价值	2.55	d36.91
欧文斯科宁公司	长期负债	543.0	1 645.2
	净资产	944.7	d1 025.0
	每股账面价值	31.7	d25.94
假日公司（Holiday Corporation）	长期负债	992.5	2 500.0
	净资产	638.7	d850.0
	每股账面价值	27.1	d31.2
哈考特·布雷斯·朱万诺维奇公司	长期负债	790.3	2 550.0
	净资产	531.5	d1 050.0
	每股账面价值	13.5	d21.0

资料来源：Robert Kleinman, "The Shareholder Gain from Leveraged Cash Outs: Preliminary Evidence," *Journal of Applied Corporate Finance*, 1 (1), Spring 1988, 50。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本结构调整方案与杠杆收购的比较

资本结构调整方案与杠杆收购有很多相似的地方，以下列出了其中的一部分：

- 债务融资的税收优惠。在资本结构调整方案中，公司大量举债，对支付的利息可以享受税收减免优惠，而支付股利则需要纳税。因此，在支付了大笔的初始红利后，公司往往会停止派发股息。杠杆收购的效果与之相似。进行私有化的公司通过大量举债为杠杆收购融资，这就起到了在债务支付期间保护经营性收入的作用。
- 所有权集中在管理层手中。在杠杆收购中，为了推进杠杆收购进程，管理层通常获得一定比例的所有权。在偿还了全部债务后，这部分所有权就变得十分宝贵，即使在债权人执行了认股权证之后。在资本结构调整方案中，管理层通常能够获得公司的新股，而不像其他股东那样收到现金股利。在进行防御性资本结构调整时，公司的管理层更加偏爱这种安排，因为所有权集中在他们的手中有助于防止敌意收购。

罗伯特·克兰曼（Robert Kleinman）指出，由于杠杆收购和资本结构调整有很多相似之处，无疑，好的杠杆收购与资本结构调整对象也存在着许多共同点，例如：

- 拥有能够用于清偿债务的稳定的收入流。
- 杠杆收购前或资本结构调整前较低的负债率。资本负债表上的低负债水平表明公司具有承担更多债务的能力。
- 具有市场竞争优势。
- 拥有不容易被淘汰的产品线。
- 主营业务不需要进行大量的研发或者资本投入。
- 高的债务清偿率可能不允许进行这类投资。
- 高的借款能力，这表现在企业资产的担保价值上。
- 拥有能够随时变现的资产或者业务部门，以便在必要时清偿债务。
- 管理层经验丰富且拥有类似管理经验。这一点非常重要，因为偿还高额债务所增加的压力容不得半点差错。[①]

实施受毒丸计划保护的资本结构调整

资本结构调整是公司自己的出价方案，以供股东在受到敌意收购时有一

① Robert Kleinman, "The Shareholder Gains from Leveraged Cash Outs," *Journal of Applied Corporate Finance*, 1 (1), Spring 1998, 47 - 48.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个备选方案。在1988年以前，公司利用毒丸计划来抵抗外部的敌意收购，同时提出自己的不受毒丸计划影响的资本结构调整方案。1988年11月，特拉华州大法官法庭判决同时使用这两种防御措施为不合法。[①] 在抵抗雷尔斯兄弟公司的敌意收购时，英特科公司实施了资本结构调整方案和毒丸计划，在这个案例中，法庭判决英特科公司实施的资本结构调整对股东不公平，因为它们实施了毒丸计划来抵御敌意收购，但在进行资本结构调整时却不受毒丸计划的影响。

案例研究

桑塔菲公司对抗亨利集团

1989年，为了防止被亨利集团（Henley Group）收购，桑塔菲公司（Santa Fe Corporation）进行了资本结构调整，这在当时是前所未有的最大的资本结构调整方案。亨利集团是由迈克尔·丁曼（Michael Dingman）管理的一家企业集团，下属公司都是在联信公司进行并购的过程中分立出来的。迈克尔·丁曼擅长于将业绩不佳的公司扭亏为盈，并引以为豪。有时候这些不景气的公司就被称为“丁曼的狗”。[①]1988年2月，继亨利集团尝试收购桑塔菲公司之后，还有其他一些公司竞相出价，如奥林匹亚公司（Olympia）和约克公司（York）。于是桑塔菲公司宣布实施重大资本结构调整方案。通过出售资产和大量举债，桑塔菲公司筹集资金向股东支付47亿美元的现金股利。桑塔菲公司已发行的流通股为1.565亿份，对每份股票桑塔菲公司将支付25美元的现金股利和5美元的次级债券。这次股利支付所需的现金达到了40亿美元。支付的债券票面价值为7.83亿美元，息票利率16%，在5年内不需要偿还。对债券偿还方式的安排是为了缓解桑塔菲公司已经紧张的现金流需求。

桑塔菲公司通过资产出售筹措到大约22.5亿美元，这些被出售的资产包括南太平洋铁路、管道、林地、其他不动产以及分支机构。除此之外，桑塔菲公司还贷款19亿美元，使财务杠杆急剧上升。在实施资本结构调整之后，桑塔菲公司的负债率由26%上升到87%。这种高的财务杠杆比率对公司来说意味着更高的风险水平。

① Kathleen Deveney, Stewart Toy, Edith Terry, and Tom Ichniowski, “Santa Fe Keeps Throwing the Raiders Off Track,” *Business Week*, February 15, 1988, p. 28.

资本结构调整计划对股东财富的影响

公司进行资本结构调整的原因决定了其对股东财富的影响程度。如果公司进行资本结构调整不是为了防止被外部收购，而是出于其他一些理由，如改变公司的资本结构以提高股东收益率，那么就会对股东的财富产生负面影

① “Interco Defense Against Rales Is Struck Down,” *Wall Street Journal*, November 2, 1988, p. 83.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响。例如，汉达和拉达克里希南（Handa and Radhakrishnan）研究了42起资本结构调整，发现如果进行资本结构调整的公司是其他公司的收购目标，股东在资本结构调整前的15～60天内获得了23%的收益率，在资本结构调整前的几天内也获得了正的收益率。[①] 对于那些事实上不是收购目标的公司，股票价格没有出现大幅度上涨，并且在实施资本结构调整前的几天内股东的收益率出现了负增长。古普塔和罗森塔尔（Gupta and Rosenthal）发现，那些进入并购交易的公司在宣布资本结构调整期间获得了同样的正收益（26.7%），而那些没有进入并购交易的公司进行资本结构调整却获得了较低的正收益（15.1%）。[②] 这些研究结论显得有点直观。与作为敌意收购的备选方案不同，防御性资本结构调整通常产生了大量的现金。不过，这些只是最初的股票市场反应对股东财富产生的影响。资本结构调整是否会提高公司的长期福利则是另一个问题。丹尼斯和戴维（Dennis and David）发现，在他们研究的29起案例中，31%的公司进行了杠杆性资本结构调整，但这些公司后来都陷入了财务困境。[③] 有9家公司申请了第11章破产或者进行了庭外债务重组。丹尼斯和戴维认为，产生这些问题的原因是，行业发展困难以及资产出售产生的收入过低。例如，英特科公司的资本结构调整就出现了上述情况，我们将以案例形式单独对它进行分析（见案例研究：英特科公司——资本结构调整带来的问题）。英特科公司认为资产出售能够带来较高的收入，从而能够用来偿清债务，但是市场没有接受这种过度乐观的评价。

案例研究

英特科公司——资本结构调整带来的问题

英特科公司的资本结构调整计划及其后来的财务问题提供了一个很有益的研究案例。它揭示了不仅过高的财务杠杆会带来很多麻烦，而且过度乐观也会引起许多问题，这种过度乐观通常存在于失败的收购和资本结构调整计划中。

英特科公司是一家本部位于圣路易斯市的多元化制造企业，生产许多知名产品，如伦敦雾雨衣、匡威（Converse）鞋、伊桑·艾伦·布罗伊希尔（Ethan Allan and Broyhill）家具。1988年秋，英特科公司发现自己成了雷尔斯兄弟公司的敌意收购目标。史蒂文（Steven）和迈克尔·雷尔斯（Michael Rales）是来自华盛顿地区的不起眼的投资者，他们以每股74美元的价格共出价27.3亿美元现金收购英特科公司。英特科公司实施资本结构调整计划进行防卫。不过，它同时实施了毒丸计划。在本章其他地方曾经提到，特拉华州大法官法庭裁定实施受毒丸计

① Punett Handa and A. R. Radhakrishnan, "An Empirical Investigation of Leveraged Recapitalizations With Case Payout as a Takeover Defense," *Financial Management*, 20, Autumn 1991, 38-68.

② Atul Gupta and Peonard Rosenthal, "Ownership Structure, Leverage and Firm Value: The Case of Leveraged Recapitalizations," *Financial Management*, 20, Autumn 1991, 69-83.

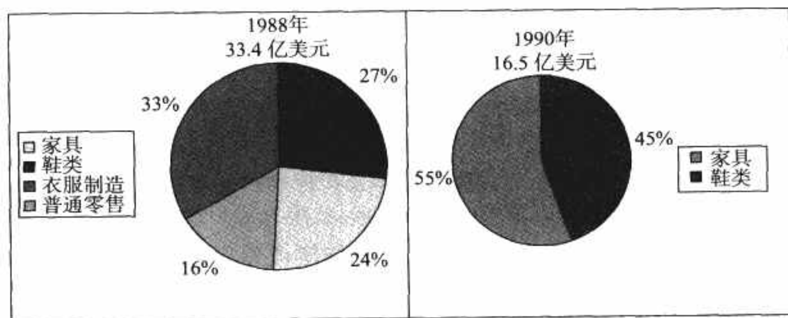
③ David J. Dennis and Diane K. David, "Causes of Financial Distress Following Leveraged Recapitalizations," *Journal of Financial Economics*, 37, February 1995, 129-157.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

划保护的资本结构调整不合法。尽管这样，资本结构调整计划还是有效地阻止了雷尔斯兄弟的收购，保持了英特科公司的独立性，但英特科公司也为此付出了巨大的代价。英特科公司的资本结构调整计划部分由并购专家布鲁斯·沃瑟斯坦(Bruce Wasserstein)和约瑟夫·佩雷拉(Joseph Perella)提出，这个计划扩大了英特科公司的举债规模，以至超过了公司的偿付能力，并带来了现金流危机，危机不断积累，最终导致公司在1990年6月15日违约破产。在资本结构调整过程中英特科公司发行了大量的垃圾债券，这些债券的投资者最终不得不同意将手中的债券换成股票，以避免破产造成更大的损失。[①]

英特科公司的资本结构调整计划能否获得预期的成功，这取决于对资产出售及公司经营收入的准确预测。《华尔街日报》是这样评价这个被称为“帝国项目”的计划的：“由一群身经百战且很少失察的金融界人士及来自英特科公司或者沃瑟斯坦&佩雷拉公司的高级管理者制定。”[②]据报道，对英特科公司10年期的现金流及收入预测方案是由一个财务分析小组作出，小组中的一个成员刚刚从大学毕业1年半，缺乏基础调查的经验。虽然各个方面都考虑到了，但最糟糕的情况是，在资本结构调整后的年收益率仅有20%。

在帮助英特科公司进行反收购防御的工作中，沃瑟斯坦&佩雷拉公司赚取了550万美元。它制定了英特科公司出售某些部门的计划，如以大概5亿美元的价格卖出伊桑·艾伦家具连锁店，但是这个家具连锁店最终只卖了3.88亿美元。在资本结构调整计划中，中央器皿公司(Central Hardware)被评估为3.12亿美元，但也只卖了2.45亿美元。报告中预计匡威运动鞋等公司的年利润额为7 000万美元，但1990财政年度的利润仅为1 100万美元。考虑到运动鞋产业的快速发展与激烈竞争，对该行业的任何一家公司而言，不断提高利润水平将是一件非常艰巨的任务(见图A)。



图A 英特科公司资本结构调整带来的问题

资料来源：George Anders and Francine Schwadel, "Wall Streeters Helped Interco Defeat Raiders—But at a Heavy Price," *Wall Street Journal*, July 11, 1990, p. A7。

英特科公司资本结构调整计划的命运代表了20世纪80年代全球很多失败的杠杆收购。表面看上去极其严密的金融分析可能会使高风险的杠杆交易很具有吸引力。在经过几次实践以后，金融评估方法也遭到了大量的批评。[③]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

① Michael Quint, "Interco Pact Includes Conversion of Bonds to Stock," *New York Times*, August 1, 1990, p. D22.

② George Anders and Francine Schwadel, "Wall Streeters Helped Interco Defeat Raiders--But at a Heavy Price," *Wall Street Journal*, July 11, 1990, p. 1.

③ 该案例中的数据来自《华尔街日报》中 George Anders 和 Francine Schwadel 的研究。

增加债务

尽管资本结构调整会引起债务的增加，但为了防止被其他公司收购，公司也可以不实施资本结构调整而直接增加债务。债务权益比率偏低的公司更容易成为收购的对象。敌意收购方可以利用目标公司的借款能力来为其收购提供融资。虽然有人认为较低的负债水平降低了公司的财务风险，从而有利于公司的发展，但它也会增加公司被并购的可能性。不过，从另一方面看，由于债务偿付会影响公司的现金流，所以增加债务将增加公司的财务风险。这就是所谓的灼地防御（scorched earth defense），因为通过增加负债来防止被收购可能会导致目标公司在未来破产。

目标公司可以通过两条渠道增加债务：（1）直接从银行或其他机构获得贷款；（2）发行债券。如果目标公司必须通过美国证券交易委员会的批准才能发行债券，很可能发行债券的工作还没有结束，公司就已经被收购了。采取这种防御措施的公司如果考虑到这一点，就会提前取得美国证券交易委员会的批准，利用美国证券交易委员会415法规即上架注册规则（shelf registration rule）的规定来做好充分准备。该法规允许公司在美国证券交易委员会为未来两年内可能要发行的所有证券注册。

增发股票

目标公司可以选择的另一种反收购措施是增发更多的股票。增发股票会改变公司的资本结构，因为它在保持原有债务水平的同时增加了公司的股权。通过这种方法，想要收购目标公司的大部分股票就变得更加困难与昂贵。扩大股本以增加袭击者获得目标公司控制权的难度这种观念曾经风靡一时。在著作《强盗资本家》（*The Robber Barons*）中，马修·约瑟夫森（Matthew Josephson）阐述了这种方法是如何被用于阻止科尼利厄斯·范德比尔特（Cornelius Vanderbilt）获得伊利铁路的控制权的。"这种方法解释了'伊利帮'（Erie Gang），即伊利拉克瓦纳铁路（Erie Lackawanna Railroad），如何成功地防御了纽约中央铁路（现在的联合铁路公司的前身）与科尼利厄斯·范德比尔特的收购。每当范德比尔特收购的股份接近大多数时，伊利铁路都会发行更多的股票。"① 从另一方面看，发行更多的股票也会稀释股东的权益。在增发股票之后，公司的股价必然会下降，这是市场对公司扩张股本稀释股

① Matthew Josephson, *The Robber Barons* (New York: Harcourt Brace, 1931).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权所作出的反应。对股东来说，增发新股的成本明显存在，因此，很多州特别要求公司必须能够获得足够的补偿才能发行新股。不是针对特定群体或者公司的股票发行被称为一般发行（general issue）。不过，由于这些股票可能会落入敌意收购方手中，目标公司通常会直接向那些善意公司派发股票。这就是白衣护卫防御措施所采取的方法。这样，目标公司既增加了为保持控制权所需的股票量，又确保了这些新发的股票不会落入敌意收购方手中。

一个防御性股票发行的例子是 1999 年的古琦公司，为了防止被 LVMH 敌意收购，这家在荷兰注册（由于税收原因）但在意大利经营的公司采用了增发股票方法。古琦公司向弗朗索瓦·皮诺（Francois Pinault）出售了公司 40%的股权，弗朗索瓦·皮诺是皮诺春天集团（Pinault-Printemps）的所有者，他承诺要将古琦公司发展成为 LVMH 的主要竞争对手。古琦公司向外宣布，它将利用从皮诺处借来的 30 亿美元来购置更多的高档品牌，以便自己在高档品市场能够与 LVMH 相抗衡。我们在第 4 章中曾经谈到，LVMH 掌握了纪梵希、唐娜凯伦、芬迪和克里斯汀·迪奥及其他高档品牌。具有讽刺意味的是，当时古琦公司最大的股东就是 LVMH，它控制了古琦公司 20%的股权。

股票发行和员工持股计划

目标公司可以考虑的另一种选择是向员工持股计划中增发股票。为了使员工持股计划的参与者能够容易地买入这些股票，公司为他们的借款提供担保。公司还可以将税收抵免收入投入员工持股计划中，然后用来偿还债务。在运用员工持股计划作为防御措施时，目标公司要确保计划参与者支付的证券价格是“公平合理”的。如果支付的价格过高，根据联邦雇员权益法，这项交易就会被判为非法。如果支付的价格过低，董事们又会因违背了其对非员工持股计划股东的受托义务而被起诉。我们将在第 9 章对员工持股计划进行详细的阐述。

特拉华州反收购法通过以后，为了阻止杠杆性竞争收购，目标公司可以将公司 15%的股票投入员工持股计划中。1989 年 12 月，雪佛龙公司为了防止被现金充足的潘佐尔公司（Penzoil Corporation）收购，通过发行 1 410 万份股票创建了员工持股计划，之后雪佛龙公司又贷款 10 亿美元来购回这些新发行的股票。[①] 在发行这些股票之前，员工通过利润共享计划已经持有公司 11%的流通股。为了消除新股发行给股权带来的稀释作用，当发现收购威胁已经不复存在时，雪佛龙公司在 1990 年宣布回购股票。

雪佛龙公司在这次收购威胁中幸存下来，并在 2000 年 11 月以 350 亿美元收购了德士古公司后发展成为石油行业一家大型公司。

---

① “Chevron Purchasing Shares to Replace Stock Used for ESOP,” *Wall Street Journal*, February 13, 1990, p. A. 5.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例研究

三叶草控股公司对抗宝丽来公司

1988 年，宝丽来公司（Polaroid Corporation）成为三叶草控股公司（Shamrock Holdings Inc.）的敌意收购目标时，采用了员工持股计划来进行防御。三叶草控股公司是罗伊·迪斯尼（Roy Disney）家族拥有的一家本部设在加利福尼亚州伯班克市的电视广播公司。它收购了宝丽来公司 6.9%的股份，并表示希望获得公司的控制权。宝丽来公司创建了员工持股计划来避免这次收购，并在其后新发行了 1 000 万份股票转入员工持股计划，这些股票占宝丽来公司流通股的 14%。

宝丽来公司认为这是一种有效的防御措施，因为员工持股计划可能会利用它的投票权来反对被三叶草控股公司收购，并保留现有的管理层。总部位于特拉华州的宝丽来公司运用的员工持股计划防御措施非常有效，因为对于在特拉华州注册的目标公司，收购方需要获得至少 85%的股权后才能进行控制和出售资产（见第 3 章）。在向员工持股计划发行股票后，宝丽来公司只有 86%的流通股被保留在公众手中。

宝丽来这家相机生产公司已远远落后于行业内的其他技术领先企业，它不得不继续在困境中经营。2001 年，宝丽来公司申请第 11 章破产保护；2005 年，皮特斯环球公司（Petters Group Worldwide）以 4.26 亿美元收购宝丽来公司。

回购股票

目标公司防止被收购的另一种方法是回购自己公司的股票。这种股票回购对于目标公司来说有几大优点：

- 股票回购能够使敌意收购方不容易得到股票。一旦目标公司回购了一定量的股票，这些股票就不会再落入出价方手中。
- 股票回购也能够避免股票落入套利者手中。套利者可以给予敌意收购方极大的帮助，因为他们获取股票的明显目的是要通过高价出售给收购方来获得高收益。而这个收购方往往就是敌意收购公司。通过阻止目标公司的部分股票落入敌意收购方手中，收购目标公司就会变得更加困难。
- 股票回购可以使目标公司用掉闲置资金。这样收购方就不能利用这些资金来为其收购行动融入资金。例如，如果目标公司利用部分闲置资金来回购股票，收购方就不能利用这些现金来偿还它在这次收购中发生的债务。
- 同样道理，目标公司可以通过借款融资来回购股票。通过借款，目标公司用光自己的举债空间，就可以防止收购方利用这些举债空间来为收购融资。这种方法可以有效地阻止那些依赖于大量借债进行收购的袭击者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 股票回购是实施白衣护卫防御措施的首要步骤。如果目标公司需要大量的美国证券交易委员会许可的股票，它首先就要通过股票回购来获得它们。

联邦证券法对公司成为收购目标后进行股票回购的能力进行了限制。这些法律要求目标公司须向美国证券交易委员会提出申请，并且披露一定的信息，包括将要回购的股票数量、交易目的及实施回购的资金来源。尽管股票回购对目标公司来说明显有一些优点，但也有一些不足。对于存在被收购威胁的目标公司的首席执行官来说，股票回购可能是其为了保持公司独立性最先作出的本能反应。但是，公司股票被回购后，流通在市场上的股票数量就减少了。而这可能会使收购方更容易获得目标公司的控制权，因为收购方只需要购买较少数量的股票就可以取得目标公司 51%的股权。

解决这个两难问题的一种方法就是进行目标股份回购，即公司回购那些最有可能将股票卖给敌意收购方的股东手中的股票。如果同时能将这些股票安置到善意股东的手中，这一策略就成功了。1984 年 CHH 公司就是采取了这类措施来防止被利姆剔德公司收购的，当时它回购了 1 750 万份股票，并将这些股票卖给了通用制片公司。

通用制片公司帮助 CHH 公司成功地阻止了利姆剔德公司在 1984 年和 1986 年发起的两次敌意收购尝试，但这并不能避免这家利用激进的收购战略将自己建成全美第六大连锁超市的公司破产的命运。CHH 公司收购了波道夫·古德曼（Bergdorf Goodman）、萨尔希曼（Thalhimer）、沃尔登书店（Walden Books）和沃纳梅克（Wanamaker）连锁店等著名企业，为并购这些企业所支付的价格越来越高，却没有带来任何回报。当 CHH 公司为自己的并购成果感到飘飘然时，它已不得不开始出售自己的资产，剥离部分业务，成立了包括内曼·马库斯（Neiman Marcus）和波道夫·古德曼在内的内曼·马库斯集团（Neiman Marcus Group）。在 CHH 公司申请第 11 章破产并最终被清算时，作为曾经向 CHH 公司提供帮助的部分报酬，通用制片公司取得了内曼·马库斯集团的控股权。在 CHH 公司走向衰落时，华尔街和各媒体广泛流传一句话——“上帝赠给了他们南加利福尼亚市场，他们却自己毁灭了这个市场”。这句话精辟地归纳了这家曾经主宰南加利福尼亚市场的企业的失败。这只是众多运用了失败的并购策略的企业案例之一，这些企业都在自己的市场上取得了巨大的成功，但由于追求赔钱的并购交易而招致巨大损失。

实施股份回购计划

目标公司可以通过以下三条途径回购股票：

1. 一般性的非目标股份购买；
2. 目标股份回购；
3. 自行股权收购。

进行一般性的非目标股票购买时，公司只买回一定数量的股票，而不考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虑这些股票原来的所有者。而目标股份回购的对象则是那些可能会将股票卖给敌意收购方的股东。自行股权收购是指目标公司对自己的流通股进行买入操作。与外部投资者实施的股权收购不同，自行股权收购受《1934 年证券交易法》第 13 节部分的监管。进行自行股权收购的公司需要提交两项重要的申请。根据 13e—1 法规的要求，在收到敌意出价方的收购要约后，除非预先向美国证券交易委员会提出申请并宣布自己的收购意图，否则目标公司不得回购自己公司的股票。按照规定，目标公司必须披露以下信息：

- 证券的名称与等级；
- 购买人的身份；
- 进行购买的市场与交易所；
- 回购的目的；
- 回购股份的处理意向。[①]

目标公司还受到 14d—9 法规的限制，该法规要求目标公司在宣布回购股票后的 10 天内向美国证券交易委员会提交一份 14D—9 表，管理层在 14D—9 表中表明他们在自行股权收购中的立场，这一点同样适用于敌意收购。

差别化的自行收购：加州联合石油公司与梅萨基金

1985 年 2 月，T·布恩·皮肯斯宣布由他的投资集团——梅萨合伙基金Ⅱ（Mesa Partners Ⅱ）要约收购加州联合石油公司。[②] 加州联合石油公司是总部位于洛杉矶的大型石油公司，梅萨基金刚收购了这家石油公司 8%的股权。皮肯斯的梅萨石油公司之前成功地对海湾公司和菲利普斯石油公司提出了要约收购，拥有充足的现金。在出价收购海湾石油公司上，皮肯斯获得了 8 亿美元的收益；在出价收购菲利普斯石油公司上，皮肯斯又赚取了 9 000 万美元。[③] 皮肯斯宣称这些收益并不是绿票讹诈收益，而是因为长期以来，在没有别的股东参与收购目标公司的情况下，他一直坚持拒绝接受别人以更高的价格收购他的股票。皮肯斯向菲利普斯施加压力，增持加州联合石油公司的股票，直至达到 13%的水平。皮肯斯认为加州联合石油公司是一个很有吸引力的收购目标，负债率低且规模很大（收入达到 115 亿美元）。在投资银行德崇证券的帮助下，梅萨基金筹措了 40 亿美元的竞争经费来提高其信用级别。1985 年 4 月，皮肯斯以每股 54 美元的价格收购了加州联合石油公司刚好超过 50%的股份。在总裁弗雷德·哈特利（Fred Hartley）的领导下，加州联合石油公司采取差别化自行收购方式购买了自身 29%的股票。哈特利希望击败皮肯斯，并且不向他支付绿票讹诈。因此，哈特利在自行股权收购要约中规定，梅萨合伙基金Ⅱ不能参与对加州联合石油公司的竞价。皮肯斯认为加州联合石油

---

① Brown, Ferrara, and Hall, *Takeovers*, p. 78.

② *Unocal v. Mesa*, 493A. 2d 949 (Del. 1985).

③ Jeff Madrick, *Taking America* (New York: Bantam, 1987), p. 282.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的要约明显有失公正，因此向特拉华州大法官法庭提出起诉。特拉华州大法官法庭判决加州联合石油公司的要约不合法，但是这一判决后来被特拉华州最高法庭推翻。最高法庭在 1985 年 5 月 17 日裁定，根据商业判断原则，加州联合石油公司的要约在董事会的权利范围内。法庭认为梅萨的要约是“完全不合理的带有绿票讹诈威胁性质的两级强制性股权收购”。最高法庭认为，根据商业判断原则，加州联合石油公司对这类要约的回应在其权利范围之内。特拉华州最高法庭的判决迫使皮肯斯作出让步，同意签订中止协议。具有讽刺意味的是，该判决导致美国证券交易委员会重新审查了差别化的自行股权收购，最终对股权收购法规进行修订，并判定这类差别化自行股权收购为不合法。

加州联合石油公司的判决成为董事们在运用反收购措施时的标准性指导。在适用加州联合石油公司标准时，法庭主要考察公司运用的防御性措施是否与其受到的收购威胁成比例。在其后阐明这一观点的一项判决中，特拉华州最高法庭指出，防御性反应应该不是“苛刻的”，并且应该在“理性的范围内”。[①] 在这项判决中，特拉华州最高法庭指出，在适用加州联合石油公司标准时，法庭必须采取两个步骤。第一步是确定该防御性措施是否是强制性或排他性的，并且会阻止可能不利于股东利益的收购竞争的进行。第二步是考察目标公司采用的防御性措施针对其受到的威胁程度而言是否是合理的。在尤尼特因公司（Unitrin）针对美国通用保险公司（American General）的敌意收购所作出的回应一案中，特拉华州最高法庭认为，尤尼特因公司采取的防御措施符合第一步的检验要求，对它同时采取的毒丸计划或要求要约收购时应提前通知的条例修改，它实施的回购计划不受影响；但在与其受到的威胁程度的相关性方面，尤尼特因公司仍存在一定问题。

市场对加州联合石油公司判决的反应

卡玛、温尼罗伯和韦尔（Kamma，Weintrop and Weir）分析了市场对特拉华州最高法庭为保持公司独立性而赋予董事会更大的行动权限所作出的反应。[②] 市场降低了目标公司被成功收购后获得收购溢价的可能性。卡玛、温尼罗伯和韦尔对 1985 年 5 月 10 日及 24 日提交的 13D 表中记录的 124 家成为股票收购目标的公司进行了深入考察，他们将这些公司分成两组：其中 24 家公司已经明显成为敌意收购的目标，而其余的 100 家公司则没有这种特征。这些子样本又进一步被划分为特拉华州公司和非特拉华州公司。研究结果表明，14 家被敌意收购的特拉华州公司获得了 1.51%的超常负收益率，其他公司则没有表现出统计显著的超常收益。卡玛、温尼罗伯和韦尔的研究结果支持了

---

① *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A. 2d 1361, 1388 (Del 1995).

② Sreenivas Kamma, Joseph Weintrop, and Peggy Weir, "Investors Perceptions of the Delaware Supreme Court Decision in Unocal v. Mesa," *Journal of Financial Economics*, 20, January/March 1988, 419-430.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国证券交易委员会后来认定差别化回购不合法的做法，因为这类差别化回购导致了股东财富的下降。

案例研究

宝丽来公司回购 11 亿美元股票

1988 年，宝丽来公司发现自己成为罗伊·迪斯尼及其公司三叶草控股公司的敌意收购目标。宝丽来公司拒绝了迪斯尼的收购，并采取了各种防御措施，包括实施 ESOP 股票计划。但是迪斯尼没有放弃对这家相机制造企业的收购。

1989 年 1 月，宝丽来公司宣布计划回购价值 11 亿美元的股票。具有讽刺意义的是，为了筹措股票回购所需要的资金，宝丽来公司向私人投资部门发行了 3 亿美元的优先股，这些优先股可以以每股 50 美元的价格转换为普通股。这样，包括加利福尼亚州教师退休基金等机构投资者在内的私人投资部门就获得了 800 万股新股。由于私人投资部门对宝丽来公司的持股数量增加了，而同时股票回购造成市场上流通股总量减少了，在这两个因素的共同作用下，私人投资部门对宝丽来公司的股权由 8.5%上升到 13%。“如果宝丽来公司以当前的价格水平购买股票，它一共可以回收 2 700 万股股票，这样公司发行的流通股将由 7 160 万股下降到 4 460 万股。”①

利用股票私募发行与回购，宝丽来公司减少了市场上可能会落入敌意收购方手中的股票数量，同时将更多的股票交给了友好的投资者。这一双重影响使得迪斯尼或其他任何攻击者的收购变得更加困难。考虑到宝丽来公司的不良业绩（我们之前已经指出这一点），人们可能会认为，如果它较少将自己隔离收购市场的压力，公司的命运可能就会完全不同。

① “$1.1 Billion Polaroid Buyback,” *New York Times*, January 31, 1989, p. D1.

作为收购防御措施的公司重组

另一种更激进的反收购防御措施是公司重组。在公司重组中，公司可能会出售主要资产，甚至直接参与到收购活动中。对防御性重组措施，人们提出了强烈的批评，因为它“如同别人一样对待自己”，因此管理层通常只有在迫不得已的情况下才会采用这种措施。

防御性公司重组既可以是一种预防性措施，也可以作为主动的反收购防御。如果公司认为自己会成为他人的收购目标，就可以进行重组来防止这一事件的发生。如果在收购战的中间阶段，目标公司认为只有采取激烈的防御行动才能防止被收购，它也可以进行重组。

通过重组来成功防止被敌意收购的一个案例发生在 1986 年，幸运百货公司出售了三个业务部门，并将第四个业务部门交由股东管理，以此来防止被袭击者阿舍·埃德尔曼（Asher Edelman）收购。利用出售资产获得的收入，公司回购了 27%的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于一个尽职的管理层来说，决定是否采取重组的方式来防止被收购通常是一件很艰巨的任务。因为他们必须充分考虑到股东的权益。但是，考虑到这种公司经营业务的剧烈改变和拒绝敌意收购溢价一样都是以股东利益最大化为目的，管理层应该能够说服股东。

防御性重组可以采取以下几种形式：

- 通过杠杆收购使公司私有化；
- 出售有价值的资产；
- 收购其他公司；
- 对公司进行清算。

私有化通常是管理层不愿意失去公司控制权的一种反应。我们将在第7章中对私有化与杠杆收购进行详细说明。从股东的观点看，如果这些措施带来的收益大于竞争性收购价格，它们就是合理的。不过，如果私有化交易中的购买方是公司的管理层，那么他们支付的价格必须公平合理，这可以通过他们支付的溢价是否高于其他收购方来衡量。

出售有价值的资产以防止被收购是一种很有争议的防御措施。这一方法的实质是目标公司卖掉收购方想要得到的资产，从而使公司对于敌意收购者来说不再具有吸引力，最终出价方可能就会撤销它的收购计划。这其实是一种锁定交易，股东通常会强烈反对这一行动，有时候还会成功地通过法律诉讼来阻止它的实施。但是，如果目标公司能够证明它从这些资产中收到了公平合理的价值，并且公司在出售资产获得收益后遭受的损失不会降低公司的总体价值，那么目标公司就会处于一种有利的法律立场。

为了防止被收购，目标公司主要出于以下几个理由收购其他公司：首先，收购其他公司可以设法创造条件使收购方陷入反托拉斯冲突。在这种情况下，目标公司会收购一家出价方主营业务所在行业的企业。在司法部执行严厉的反托拉斯政策时，这种方法更加有效。不过，尽管收购方进行的收购活动有可能会违反反托拉斯法，但是它可以在成功收购后继而立即出售目标公司曾经购买的业务来抵消这一防御效果。通过向美国司法部和美国联邦贸易委员会提交申请，收购方可以详细陈述它出售目标公司新收购资产的意图与决心，这就可以使收购得以继续进行。1980年发生了一起通过制造反托拉斯冲突来抵制被收购的经典案例，当年马歇尔·菲尔德公司（Marshall Field and Company）在潜在收购方所在行业进行了一系列的收购活动。这些收购活动并不受任何经济因素的驱动，而只是为了能够保持公司的独立性。收购的结果是马歇尔·菲尔德公司在财务方面变得更加薄弱，并最终被塔吉特公司（Target Corp.）收购，2004年塔吉特公司以32.4亿美元的价格将马歇尔·菲尔德卖给了五月百货公司（May Department Stores）。

目标公司也希望通过收购其他公司来减少它对并购者的吸引力。如果目标公司是一家高盈利高成长的企业，这种良好的财务状况就可能因收购其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非盈利性资产而迅速恶化，这是收购方所不愿意看到的。如果这些收购还伴随着大量的举债，目标公司财务杠杆的提高就会使其缺乏吸引力。

目标公司可以选择的最后一种重组方案是进行清算。在清算中，目标公司出售所有资产，利用清算所得支付股东股利。为了保护公司债权人的利益，公司股利的发放会受到很多法律的限制。因此，公司必须考虑到要偿还完相应的债务后才能进行股利支付。为了实现股东利益的最大化，支付的股利必须要大于敌意收购方愿意提供的数额。如果由于证券市场的价格比较低，目标公司认为敌意收购方愿意支付的溢价会低于公司的清算价值，在这种情况下这种方案就具有可行性。

作为反收购措施的法律诉讼

法律诉讼也是一种比较常见的反收购措施。在敌意收购时代的早期（20世纪70年代中期），法律诉讼成为一种有效地防止收购的方法。不过，现在它的作用已经有所削弱。现在诉讼仅是目标公司为防止被收购而采取的一系列防御措施中的一部分。利普顿和施泰因贝格尔（Lipton and Steinberger）指出了反收购诉讼的四大目的：

1. 寻求一个对自己有利的制裁；
2. 以先发制人来击退袭击者；
3. 在采取白衣护卫策略时用来延迟收购；
4. 给目标公司的管理层提供心理上的支持。①

目标公司可以尝试的一种合法途径是请求法庭颁布法令要求收购方停止收购。除非收购方能够说服法庭不支持目标公司的指控，否则这种带有限制性命令的法令就可以禁止敌意收购方购买目标公司更多的股票。

暂时停止收购行为能够延缓收购进程，使目标公司有时间采取更有效的防御措施。目标公司也可以利用这一时间来寻找白衣骑士。取消上诉和禁令也为进行投标提供了必要的时间，这使其他出价方有时间来充分考虑出价收购目标公司是否有利可图。在投标过程中，目标公司的收购价格就会越来越高。上诉还会给收购方足够的时间来提高出价。目标公司也可以间接地向收购方暗示，如果它们能够提高收购价格和条件，那么公司就会撤销上诉。

防御性上诉比较常见的形式有：

- 反托拉斯（antitrust）。这类上诉在20世纪60年代和70年代比较有效，因为当时美国司法部门实施了比较严厉的反托拉斯法。不过由于过去20年里政策倾向的改变，现在公司已经很难再利用反托拉斯诉讼来抵御收购行为。2005年欧盟颁布了新法规，允许公司

---

① Martin Lipton and Erica H. Steinberger, *Takeovers and Freezeouts* (New York: Law Journal Seminar Press, 1987), pp. 6 - 144.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向当地国家法庭提出反托拉斯上诉，而不用像之前那样向欧盟组织提出上诉，这就为私人部门在欧洲更广泛地利用反托拉斯法打开了大门。

• 不充分披露（inadequate disclosure）。这类法律诉讼通常指责收购方没有遵循威廉姆斯法的规定完全披露相关信息。目标公司可能会认为，由于没有充分披露信息，收购方不能向股东提供足够的信息，或者提供的信息不能准确表明收购方的意图。在这类法律诉讼中，目标公司一般会宣称，收购方没有对它如何筹集资金来达到收购目的作出明确说明。收购者则通常会申明自己披露的信息已经足够充分，或者同意对披露的信息进行补充。

• 欺诈（fraud）。这是一类比较严重的诉讼，并且通常很难证实。除非在极其个别的情况下，公司一般不会依赖这类诉讼来作为反收购的主要措施。

案例研究

沃尔特·迪士尼公司对阿维达公司的防御性收购

1984 年，沃尔特·迪士尼公司成为索尔·斯坦伯格和瑞莱恩斯集团公司（Reliance Group Holdings）的敌意收购目标。为了收购沃尔特·迪士尼这家古老的动画片公司，在得到德崇证券公司的资金支持后，斯坦伯格报出了一个合理的价格。为了避开这次敌意收购，沃尔特·迪士尼公司寻求与其他公司进行股票交换来收购目标公司。1984 年 5 月，迪士尼开始与巴斯兄弟公司进行谈判，以购买巴斯兄弟公司属下的阿维达公司（Arvida Corporation）。阿维达公司是一家房地产公司，原属于宾州中央铁路公司（Penn Central Corporation）。1987 年宾州中央铁路公司破产，巴斯兄弟公司对阿维达公司进行了杠杆收购。迪士尼公司认为，阿维达公司很适合收购，因为这是一家房地产发展公司，而迪士尼公司在佛罗里达州拥有大量的房地产，其中大部分还没有开发。迪士尼公司缺乏房地产开发经验，在这一方面它可以向阿维达公司取经。除此之外，迪士尼公司发行新股，以股票交换的方式收购阿维达公司可以将斯坦伯格的持股比率由 12.1%降低到 11.1%。①

通过发行新股来为收购融资，这种防御性收购存在的问题之一是，收购公司的股票可能会集中在某个大股东的手中。这次股票收购交易的结果是，巴斯兄弟公司拥有了迪士尼公司 5.9%的股票。但是，如果新股东签署了中止协议，并同意在将来的投票中支持管理层，这个问题就可以得到解决。不过，在这个案例中，巴斯兄弟公司拒绝签订这类协议。

迪士尼公司仍在并购舞台上发挥着重要作用。1996 年它以 190 亿美元的价格收购了资本城/ABC 公司，这在当时是规模最大的并购之一。

① John Taylor, *Storming the Magic Kingdom* (New York: Ballantine, 1987), p. 89.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于诉讼的研究

1985 年，贾雷尔研究了 1962—1980 年间实施了诉讼的试图收购案例和成功收购案例，发现在所有的股权收购中，发生法律诉讼的概率为 1/3。① 前面曾经提到，即使诉讼最终并没有使收购方撤销收购，它也可能会给目标公司的股东带来好处，因为它可以延迟收购或者迫使收购方提高收购价格。

贾雷尔发现，在引起诉讼的案例中，62%的收购发生了竞争性投标，而在没有诉讼的案例中只有 11%存在竞争性出价。他还发现，虽然看上去诉讼可以迫使投标者抬高价格，从而让目标公司撤销诉讼，并免去一切法律费用（当然也可能让收购者永远停止收购），但没有明显的证据表明，诉讼会对价格产生重大影响。平均来说，无论公司最后是被收购还是保持独立，在诉讼开始时股票价格通常都会下跌。不过，没有被收购的公司的股票收益率下降了 23.4%，而被收购的公司股票收益率的下降幅度仅略高于 21%。

贾雷尔还发现，如果诉讼开始后公司进行公开竞价，就会产生高于没有竞价的公司的第一收购价的 17%的溢价。不过，如果诉讼导致出价方停止收购，目标公司的股东就会遭受巨大的损失。他们不但面临损失溢价的可能——在贾雷尔的样本公司中收购溢价平均达到了 32%，还要承担诉讼费用。因此我们可以得出结论：诉讼一般会对目标公司有利，但是如果诉讼导致收购停止，就会给目标公司的股东带来巨大的损失。

反噬防御

反噬防御（Pac-Man defense）是由一个流行的视频游戏命名的，该游戏中的主人公在他们自己被吃掉之前总是要尽力吃掉对方。反噬防御是被目标公司采用的一种更富有传奇色彩的防御策略，它指的是目标公司以出价收购袭击者的方式来回应其对自己的收购企图。由于它的极端性，反噬防御措施被认为是一种“世界末日机器”。使用反噬防御措施的一个著名案例发生在 1982 年夏天，当本迪克斯公司（Bendix）出价每股 43 美元对马丁·玛丽埃塔公司进行收购时，马丁·玛丽埃塔以其人之道，还治其人之身，对本迪克斯公司同样提出了收购报价。

反噬防御通常很具威胁性，但很少被采用。在本迪克斯—马丁·玛丽埃塔收购大战之前，有两家公司采用反噬防御措施来试图保持公司的独立性，但是都没有取得成功。1982 年 NLP 公司最终与美国通用公司合并。我们在前面曾经提到，城市服务公司试图采用反噬防御来回应梅萨石油的 T·布恩·皮肯斯对其发起的收购。尽管这一战术让梅萨石油公司最终接受了绿票讹诈，从而终止了收购，但是城市服务公司还是被卷了进去，最后只能卖给西方石油公司。

---

① Gregg Jarrell, “Wealth Effects of Litigating by Targets: Do Interests Diverge in a Merge?” *Journal of Law and Economics*, 28, April 1985, pp. 151 - 177.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早期运用反噬防御措施的另一个案例是 1984 年休斯敦天然气公司（安然公司的前身）对袭击者海岸公司提出的收购。由于休斯敦天然气公司卖掉了将近一半的资产来维持其独立性，这次收购最终没有成功。不过，在面对通用制片公司的并购威胁时，赫伯莱因公司（Heublein Corporation）采用的反噬防御成功吓退了对手。

案例研究

E-Ⅱ控股公司与美国布兰兹公司——反噬防御的成功运用

成功运用反噬防御措施的一个案例发生在 1988 年 1 月，E-Ⅱ控股公司（E-Ⅱ Holdings）提出收购美国布兰兹公司（American Brands Corporation）。[①] 1988 年 1 月，E-Ⅱ控股公司总裁唐纳德·凯利（Donald Kelly）宣布出价 60 亿美元收购位于康涅狄格州格林威治的美国布兰兹公司。到 1988 年，几十亿美元的收购并非罕见。凯利利用这种机会宣布他已持有美国布兰兹公司 4.6% 的股份，并公布了他在收购之后将解散美国布兰兹公司的计划。之前凯利在 KKR 的帮助下，曾通过 LBO 将 E-Ⅱ控股公司私有化。

E-Ⅱ控股公司是一家业务多元化的消费品集团公司，是在收购碧儿翠丝之后由 15 家分立的公司组成。在提出收购美国布兰兹公司之前，E-Ⅱ控股公司已经在 9 个月内损失了 12 亿美元，总计 1.32 亿美元的损失来自利息成本，1.475 亿美元的损失则是由 1987 年 10 月股票市场暴跌造成的。E-Ⅱ控股公司是一家高财务杠杆的公司，收购美国布兰兹公司必然招致沉重的债务负担。

布兰兹公司主要经营烟草、白酒、办公用品，并提供金融服务。受欢迎的产品包括马斯特洛克斯（Master Locks）烟、吉姆·比姆（Jim Beam）波本威酒、泰特利斯（Titleist）高尔夫器具和长红（Pall Mall）香烟。公司的财务状况与 E-Ⅱ控股公司形成鲜明对比。与负债累累的 E-Ⅱ控股公司相比，布兰兹公司拥有很高的信用级别。总裁威廉·J·阿利（William J. Alley）卖掉了公司的非主营业务，将公司的财务状况调整到一个良好的状态。最近一段时间布兰兹公司的销售收入为 92 亿美元，利润为 11 亿美元，两者分别增长了 26% 与 33%。

很多人都认为凯利是在赌博，因为阿利肯定会采取反噬防御来作出回应。传言凯利一直在为 E-Ⅱ控股公司寻找买家。得到这样一个买家的一种方法是，迫使一个不友好的买主将其买入。最终阿利作出回应，出价 27 亿美元收购 E-Ⅱ控股公司。这项交易获得了成功，美国布兰兹公司获得了控制权。几个月之后，美国布兰兹公司开始将 E-Ⅱ控股公司逐步解体，出售了新秀丽（Samsonite）皮箱、康丽根（Culligan）水处理系统等一些生产线。美国布兰兹公司指出，他们计划只保留五六个自己需要的公司。

① "Takeovers Are Back But Now the Frenzy Is Gone," *Business Week*, February 9, 1988, p. 24; Pamela Sebastian, "American Brands Offer to Buy Debt at E-II Holdings Gets Tepid Response," *Wall Street Journal*, February 24, 1988, p. 8; Stephen Labaton, "American Brands Set to Buy E-II," *New York Times*, 1 February 1988, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"直接说不"

在最基本的反收购防御方式中，目标公司可以在实施毒丸计划和其他防御措施之后，宣布它不会解除这些措施，也不会把任何出价带到股东面前，从而拒绝被收购。在"直接说不"(Just Say No) 防御中，目标公司拒绝采取任何措施，甚至声称公司今后的前景十分乐观，并对股东派发更多的现金。

环球食品公司是一家生产薯片和乳酪类产品的公司，该公司在 1989 年运用"直接说不"来拒绝高压工程公司 (High Voltage Engineering Corporation) 的收购。当时高压工程公司开出了每股 38 美元的价格，环球食品公司却说它的投资银行高盛认为这个价格不合理。环球食品公司的董事会认为公司的利润正在上升，这个时候不应该将公司卖出。马丁·利普顿 (Martin Lipton) 是"直接说不"防御措施的开创者，他建议环球食品公司拒绝这一要约收购，不需要采取任何行动。环球食品公司在采取"直接说不"措施的同时，将每股股利由 18 美分提高到 22 美分。但是，公司的防御措施尤其是毒丸计划受到了法庭的质疑。1989 年 3 月，一家位于威斯康星州的联邦法院裁定，如果公司的管理层认为收购价格不合理，他们应该为公司设定一个合适的收购价格。

"直接说不"符合露华浓原则

在"直接说不"防御下，目标公司的董事会可以以价格不合理或者不符合公司的长远利益为由来拒绝出售公司。通常，在受到敌意收购后，目标公司的董事会会追求"直接说不"这一后露华浓原则概念。派拉蒙通信公司诉时代公司的判决是支持"直接说不"概念的主要案例。[①] 在派拉蒙通信公司对时代公司的收购尝试中，时代公司的董事会为迎合华纳通信公司而拒绝了派拉蒙通信公司的出价。"直接说不"概念只适合于这样一种情况，即目标公司已经建立了与华纳通信这类公司合并的长期发展战略。而对于那些没有建立与某一公司合并的长期发展战略的目标公司来说，就不适用派拉蒙诉时代公司的判决。[②] 如果法庭裁决目标公司不符合适用该概念的条件，目标公司的董事会就不能自由地运用"直接说不"防御措施了。

"直接说不"策略也会受到更高的收购价格的挑战，这时法庭就会质疑公司董事会的观点，即对股东来说，公司的未来价值比当前的收购价格要值更多。因为总是存在某一个价格使得董事会别无选择而只能同意被收购。

---

① *Paramount Communications, Inc. v Time, Inc*, 571 A. 2d 1140 (Del. 1989).

② Brent A. Olson, *Publicly Traded Corporations: Governance & Regulations* (New York: Thompson West, 2005).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反收购传递的信息

在这一章中我们回顾了各种反收购策略，并且分析了几种策略对股东财富的影响效果。庞德从更宏观的角度研究了收购出价传递的信息以及目标公司对此作出的反应。[①] 庞德统一采用公司的预期收入作为其未来市场价值的代表，通过预期收入的变化来反映各种收购竞争与防御措施对公司市场价值的影响。庞德研究了三类样本公司：被善意收购的公司、最终成功地被敌意收购的公司和在敌意收购中保持了独立性的公司。庞德发现，在收到最初的收购报价后，样本公司的预期收入并没有发生变化。因此他得出如下结论：收购报价自身并不会传递任何重要信息。预期收入不变也意味着，对于那些价值低估且没有被市场发现的公司，收购报价并不会揭示相关信息。

庞德发现，反对收购会导致公司的平均预期收入下降约 10%。无论公司最终是被成功收购还是保持了独立性，这种现象普遍存在。庞德认为，市场把公司对收购的反抗行为视为公司未来表现的负面信号。

案例研究

本迪克斯公司与马丁·玛丽埃塔公司

美国历史上最富有传奇色彩的一个收购战是本迪克斯公司和马丁·玛丽埃塔公司之间的争斗。本迪克斯公司由其主席威廉·阿吉（William Agee）领导，他在博伊斯-凯斯凯德公司（Boise Cascade Corporation）担任首席财务官时接受过并购的训练。博伊斯-凯斯凯德公司是一家林业产品公司，在 20 世纪 60 年代通过多元化并购转变成为一家大型企业集团。阿吉于 1972 年加盟本迪克斯公司，担任执行副总裁。他的顶头上司是迈克尔·布卢门撒尔（Michael Blumenthal）。迈克尔·布卢门撒尔后来离开了公司，担任了卡特政府的财政部长。38 岁的时候，阿吉被任命为本迪克斯公司的主席。当时本迪克斯公司主要经营两项产品：如点火系统和汽车刹车类的汽车产品，以及为国防工业生产航空产品。

1982 年 8 月，在对 RCA 公司的收购尝试失败后，阿吉开始报价收购马丁·玛丽埃塔公司。马丁·玛丽埃塔公司在国防工业领域已经占有一席之地，尤其是在生产导弹系统等航空航天产品上。本迪克斯公司在持有马丁·玛丽埃塔公司略低于 5%的股票后，以每股 43 美元的报价要约收购马丁·玛丽埃塔 45%的股份，而当时市场上马丁·玛丽埃塔公司的股票价格为每股 33 美元。但马丁·玛丽埃塔公司拒绝了本迪克斯公司的报价，并在本迪克斯公司的股票市价为每股 50 美元的情况下，以每股 75 美元的价格报价收购本迪克斯公司。

① John Pound, "The Information Effects of Takeover Bids and Resistance," *Journal of Financial Economics*, 22 (2), December 1988, 207 - 227.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然位于特拉华州的本迪克斯公司出价收购马丁·玛丽埃塔公司在先，但是马丁·玛丽埃塔公司设在马里兰州，依据马里兰州的公司法，任何出价方在进行董事会选举前都必须给目标公司10天的通知时间。这就使马丁·玛丽埃塔公司具有明显的优势，因为经过威廉姆斯法规定的20天的等待期后，马丁·玛丽埃塔公司就可以率先完成它们对本迪克斯公司的收购，然后改组董事会，在本迪克斯公司可以对马丁·玛丽埃塔公司采取同样的行动之前取消它的股权收购计划。为了消除马丁·玛丽埃塔公司在这一点上的优势，弗里德（Fried）公司的阿瑟·弗莱舍（Arthur Fleisher）、弗兰克（Frank）、哈里斯（Harris）、施赖弗（Shriver）和雅各布森（Jacobson）都曾建议阿吉修改公司章程中的选举条例，但是这项建议一直未被采用。

两家公司都采取了包括诉讼在内的各种防御措施。本迪克斯公司实施了金色降落伞，马丁·玛丽埃塔公司找到了联合技术公司的主席哈里·格雷这位老练的白衣骑士，哈里·格雷同意，如果马丁·玛丽埃塔公司收购本迪克斯公司失败，他就会出价收购马丁·玛丽埃塔公司。

阿吉寄希望于ESOP中占公司23%的股票，这部分股票由花旗信托代为管理。面对马丁·玛丽埃塔公司采取的二级股权收购，尤其是在第一步中提出更优惠的条件，花旗银行认为，它们的受托责任完全是从ESOP股东的利益出发，而不是基于任何对本迪克斯公司的忠诚。但是本迪克斯公司中的很多雇员并不同意这一观点。

尽管阿吉可能会认为他能够与马丁·玛丽埃塔公司达成协议，让马丁·玛丽埃塔公司放弃收购，但马丁·玛丽埃塔公司并没有完全指望联合技术公司，它们继续采取行动，并提高了对本迪克斯公司的收购价格。这场交易的荒唐之处在于，看上去这两家公司都想拼个你死我活，完成对对方的收购，但两者都将在交易完成后背上沉重的债务负担。

本迪克斯公司与联信公司当时的主席爱德华·亨尼西联系，希望他出任本迪克斯公司的白衣骑士。亨尼西出价收购本迪克斯公司，获得了本迪克斯公司的控制权。随后他与马丁·玛丽埃塔公司的总裁托马斯·波纳尔（Thomas Pownall）达成了交换股份的协议。最终马丁·玛丽埃塔公司以承担很高的财务杠杆为代价，保持了公司的独立性。而亨尼西则获得了本迪克斯公司富有价值的资产。

小　结

在过去的25年中，收购防御技巧日益复杂。它可以分成两大类：预防性收购防御措施和主动性收购防御措施。预防性防御是指潜在的目标公司在敌意收购发生之前就采取的措施。其中最常用的一种方法是毒丸计划，它有弹出毒丸和弹人毒丸两种形式。在收购方已购买目标公司100%的股票的情况下，弹出毒丸计划允许目标公司的股东以通常高达50%的折扣购买对方的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票；而在收购方购买目标公司已经达到一定数量或某个标准的情况下，弹入毒丸计划允许目标公司的股东以折价购买自己公司的股票。毒丸计划是比较有效的防御措施之一，尽管如此，在一份极具吸引力的收购报价下，毒丸计划仍然可能会归于无效。因为这类报价向董事会施加了撤销毒丸的压力，否则股东将会因其不履行代理人职责而提出诉讼。

其他预防性反收购措施包括反绿票讹诈和各种公司条款修订，比如绝大多数条款、公平价格条款、双重资本化、空白优先股和轮换选举董事会。人们已经针对这些反收购防御措施对股东财富的影响进行了大量的研究。

如果预防性反收购措施不能成功地阻止敌意收购，目标公司还可以采用主动性防御措施。主动性防御措施包括绿票讹诈和中止协议。绿票讹诈是指用高价购回收购方持有的股票的方法，由于税法的改变，这种方法已经不太常见。绿票讹诈通常伴随着中止协议，即收购方承诺购买的目标公司的股份数不超过协议中规定的某个标准，以换取一定的酬金。目标公司还可以采取更激进的主动性反收购措施，包括改变资本结构、实施资产重组或者改变公司的注册地。资本结构调整是改变资本结构的一种常见方式，它通过大量举债进而提高公司的风险水平，并利用举债收入向股东支付大量股利来阻止敌意收购。如果同时实施资本结构调整计划与毒丸计划，即利用毒丸计划来阻止敌意收购的成功，而资本结构调整计划不受毒丸计划影响，这种做法就被法庭判定为不合法。反噬防御是一种更激烈的防御措施。在反噬防御中，目标公司提出收购并购者。尽管这种方法很有意思，但只被使用过几次。另一种严厉的做法是上诉，这种方法被经常使用。诉讼的有效性虽然在不断地发生变化，但研究表明，只要诉讼没有导致收购者撤销收购，它就会带来更高的溢价。商业判断原则允许目标公司使用各种防御措施来促进投标过程，继而增加股东的财富。如果这些防御措施被用来阻止投标过程，它们通常就会被认为是非法的。由于收购者在不断地改进它们的进攻策略来避开那些反收购措施，因此反收购防御措施也将继续发展。随着 20 世纪 90 年代并购浪潮的再度兴起，反收购措施将依然是公司财务中的一个重要领域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章

收购的策略

在 20 世纪 80 年代第四次并购浪潮中，潜在的目标公司建立了前所未有的强大的反收购防御系统，为了完成敌意收购，收购方需要实施日益强大的收购策略。而在此之前，相对简单的并购策略就足以使处于受惊和迷惑中的目标公司举手就范。随着敌意收购达到一个新的高度，目标公司变得更加机警，收购方也需要进一步完善它们的并购策略。在第四次并购浪潮末期，并购步伐减缓，敌意收购也逐渐减少。但是，在平静了几年后，敌意收购又开始频频发生，并在第五次并购浪潮中卷土重来，收购与反收购策略进一步复杂深化。

本章分析了过去 20 多年并购策略的演变过程，并且讨论了这些策略的应用及其效用问题。相对于目标公司事先以及在敌意收购期间可以采用的种种防御措施，敌意收购者可以选择的手段明显要少得多。一般收购者可以选择的主要策略有三种：熊式拥抱（bear hug）、股权收购和代理权竞争。每种策略各有优劣，并且可以以不同的方式实施，以增加成功的可能性。本章将重点考察这些并购策略的选用及其对股东财富的影响。

在这几种并购策略中，熊式拥抱最不具有攻击性，并且经常在敌意收购开始的时候使用。如果目标公司反对收购的态度不是很坚决，使用熊式拥抱就足以成功。不过，如果目标公司态度坚决，且防御牢固，收购方仅仅使用熊式拥抱就可能难以完成收购任务。尽管如此，在最终使用股权收购前，收购方还是可以采用熊式拥抱作为先行措施。

在敌意收购中使用最频繁的策略是股权收购（见图 6—1)。在第 3 章中我们已经详细讨论了关于股权收购的法规，这里这些法规将从其对敌意收购策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略的影响角度再次被提及。例如，我们将讨论在哪种情况下出价方实际上已经实施了法律意义上的股权收购，并且因此必须遵守威廉姆斯法的申报要求。显然这些因素决定了收购的成败。法律环境决定了收购方进行股权收购时必须遵循的法规，我们将从战略的角度讨论这些法规是怎样影响股权收购策略的。

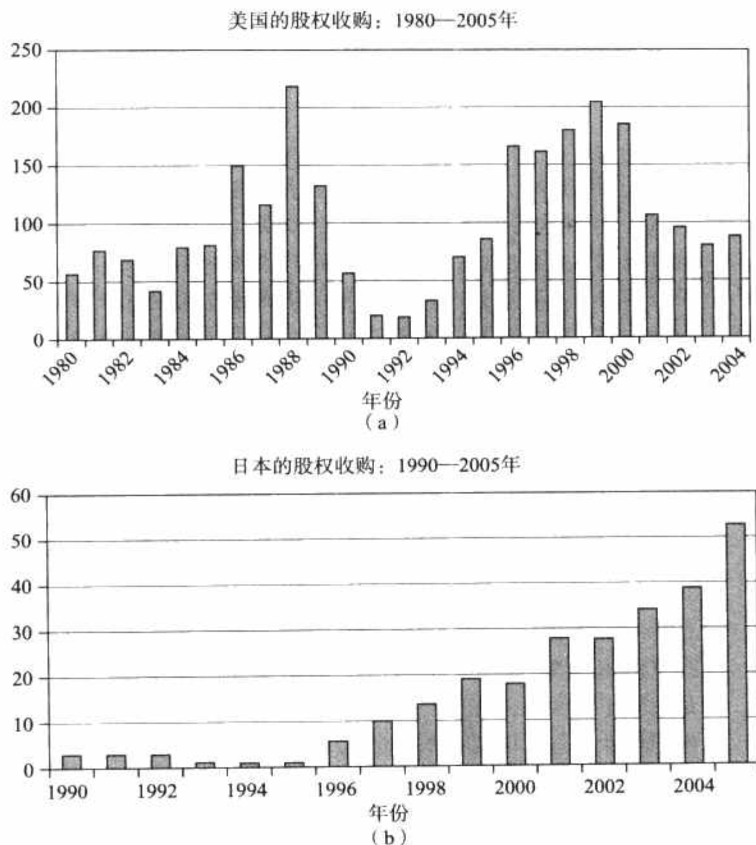


图 6—1　股权收购：1980—2005 年

资料来源：Thompson Securities Financial Data。

本章也会谈到股权收购的过程，以及股权收购的不同变化形式，如两阶段股权收购和部分股权收购。就像在第 5 章中我们详细讨论了各种反收购策略对股东财富的影响那样，我们也将考虑不同的股权收购类型和其他并购策略对股东财富的影响。

代理权竞争是本章讨论的另一类重要的并购策略。对代理权竞争进行讨论的方法与股权收购类似。我们将详细考察发起代理权竞争的公司投票过程。不同类型的代理权竞争，例如争夺董事会席位和寻求公司管理变动的竞争都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会有所描述。尽管本章重点关注敌意收购方可能采用的策略，但在讨论管理层的选择时，也会从目标公司的角度来展现代理权的争夺过程。而且通过回顾该领域的研究文献，我们将再一次分析这种收购策略对股东财富的影响。

初步的收购措施

建立初始点

在运用各种并购策略之前，收购方通常采取的首要步骤是开始逐步积累目标公司的股票。这是因为收购方寻求建立一个发起敌意收购的初始点（toe hold）。这种购买股票的优点在于：如果市场并不知道它的行动，那么出价方就可以因此避免支付溢价，从而降低收购的平均成本。此外，这也能够使出价方获得与其他股东相同的权利，从而建立起受托责任，在这种情况下，董事会不得不对具备敌意收购者和目标公司股东双重身份的出价方承担受托责任。这是为什么目标公司针对股份收购行为所采取的防御措施是排外性的并且通常不包括股份积累者/敌意收购者的原因。这经常引起目标公司与出价方之间的法律诉讼。

有意思的是，尽管从理论上讲，在发动股权收购之前建立初始点很有意义，但是一些实证表明，大多数出价方没有应用股份积累来建立收购的初始点。阿图罗·布瑞斯（Arturo Bris）研究了发生在美英两国的（美国占 70%）327 起敌意收购交易，发现在他的样本中大约只有 15%的公司建立了初始点。[①] 威廉姆斯法规定，出价方在获得目标公司 5%的股份后必须在 10 天内披露它们的持股情况。因此它们积累的股份要明显高于 5%的水平。令人奇怪的是，除了事实上大多数出价方没有建立收购初始点外，大多数公司持有的股份数量低于其可以匿名积累的水平。詹宁斯和麻泽欧（Jennings and Mazzeo）以及贝顿和艾克波（Betton and Eckbo）都指出，袭击者倾向于建立低于 5%这一披露标准的初始收购点。[②]

根据贝顿和艾克波的研究，建立初始点可以使出价者支付较低的股权收购溢价。[③] 这样一来，初始点经常不被使用这一事实就令人费解。再考虑到沃

---

① Arturo Bris, "When Do Bidders Purchase a Toe Hold? Theory and Tests," Yale University Working Paper, October 1998.

② R. H. Jennings and M. A. Mazzeo, "Competing Bids, Target Management Resistance, and the Structure of Takeover Bids," *Review of Financial Studies*, 6 (4), 883 - 909; and S. Betton and B. E. Eckbo, "Toeholds, Bid Jumps and the Expected Payoff in Takeovers," *Review of Financial Studies*, 13 (4), 2000, 841 - 882.

③ Sandra Betton and B. Espen Eckbo, "Toeholds, Bid-jumps and Expected Payoffs in Mergers," *Review of Financial Studies*, 69, 2000, 841 - 882.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔金（Walking）的研究结果，即建立初始点提高了股权收购成功的可能性①，这一现象就显得更加奇怪。

针对很多出价方不选择建立初始收购点，或者不积累它们能够以低成本获得的少量股票这一事实，这可能有一个符合逻辑的解释。戈德曼和钱（Goldman and Qian）从理论角度考察了这一问题，他们的研究表明出价方的理性可能比信用提供者所要求的要更高。② 该领域的大多数研究只关注了建立初始点所带来的好处，而没有考虑到所有的潜在成本，包括可能发生在收购失败后的那些成本。戈德曼和钱的研究表明，如果由于管理者堑壕导致收购失败，这种不利结果会给收购方增加很多成本，这就可能使收购方在建立较高的初始点方面会更加谨慎。

非正式传递

在发动敌意收购行动之前，出价方可能会尝试向目标公司的管理层提出一些非正式的提议，这常被人们称为非正式传递（casual pass）。这些建议可能来自出价方的一名管理者，也可能来自出价者的一名代表，比如它的投资银行家。如果出价方对目标公司的反应不确定，非正式传递就派上了用场。如果目标公司曾经拒绝其他的敌意收购者，或者目标公司已经公开申明其保持独立性的意愿，那么这一步就会收效甚微。事实上，非正式传递对出价方并不利，因为这相当于事先向目标公司发出了警告，告诉它出价方对其有兴趣。在大多数收购战争中，目标公司会尽力延长时间，而出价方则寻求尽快结束收购战。潜在目标公司的律师会经常提醒公司的管理者，要他们尽量避免可能引起意义曲解的随意讨论，并清楚地表明自己希望保持独立的意愿。

熊式拥抱

在发起股权收购之前，出价方可能会尽力向目标公司的管理层施加压力。它们会接触目标公司的董事会以表达收购的兴趣，并且暗示如果不采纳这些建议就会直接向股东发起要约收购。在执行这种被称为熊式拥抱的策略时，出价者也可以同时公开宣布其将要进行股权收购的意图。熊式拥抱迫使目标公司的董事会在应对出价方可能发起的收购上处于公开地位。这意味着如果目标公司没有接受收购要约，出价方会立即直接向股东发起股权收购。熊式拥抱同时也向董事会施加了压力，因为他们必须考虑出价方提出的收购要约，

---

① R. Walking, "Predicting Tender Offer Success: A Logistic Analysis," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20, 1985, 461-478.

② Eitan Goldman and Jun Qian, "Optimal Toeholds in Takeover Contests," *Journal of Financial Economics*, 77, August 2005, 321-346.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否则就会被认为违反了受托责任。

案例研究

袭击者还是救助者？

袭击者经常受到媒体的抨击。前面曾经提到，批评者认为袭击者是短期的投机者，他们对公司的长远没有兴趣。批评者认为，向这类短期投机者支付绿票讹诈只会损害公司未来的发展能力。不过，这一观点受到了霍尔德内斯和希恩的研究的质疑。霍尔德内斯和希恩研究了6个比较活跃的袭击者在1977—1982年间的活动，这些袭击者分别是卡尔·伊坎、欧文·雅各布斯（Irwin Jacobs）、卡尔·林特勒、戴维·默多克（David Murdock）、维克托·波斯纳（Victor Posner）和查尔斯·布卢多恩。[①]研究结果发现，股票价格在袭击者第一次宣布购买了目标公司的股票后大幅增长。他们认识到，在每次收购后的两年内，这些投资者的行动并不支持传统的"袭击"观点。霍尔德内斯和希恩将袭击者定义为利用其大股东地位设法掠夺公司资产的人。他们认为在收购事件下，在第一次股票回购之后股票价格应该下降。而实际上目标公司的市场价格却提高了。这表明市场并没有将这些投资者视为掠夺性的袭击者。对袭击者接受了目标公司的回购提议的实例分析表明，回购消息的公布会产生负面影响。不过，与麦克尔森和鲁柏克的研究结果相似，如果将最初股票购买产生的影响、期间事项和最后的股票回购综合在一起，就会对股票价格产生正的且统计显著的总影响。[②]

霍尔德内斯和希恩认为，管理效率提高是股份回购之后股票价格产生正反应的部分原因所在。他们认为市场可以预见到这些袭击者要么会直接在公司的管理层中发挥作用，要么会寻求改变管理层。事实上，在他们研究的73个目标公司中有10家的袭击者在公司的管理层中起到了直接的作用。

霍尔德内斯和希恩从分析中得出的最后一个结论是，这六个投资者购买的都是价值被低估的股票，他们将这种"高级证券分析师的敏感"归结为能够获得非公开信息或者拥有分析公开信息的超强能力。他们认为股票收购公布前后出现的价格上升现象支持了这种关于袭击者的观点。

① Clifford G. Holderness and Dennis P. Sheehan, "Raiders or Saviors? The Evidence of Six Controversial Raiders," *Journal of Finance and Economics*, 14 (4), December 1985, 555 - 581.

②Wayne H. Mikkelson and Richard Ruback, "Targeted Repurchases and Common Stock Returns, *The Rand Journal of Economics*, 22, Winter 1991, 544 - 561.

案例研究

美国国际集团对美国通用保险公司的熊式拥抱

2001年4月3日发生了一个有效的熊式拥抱案例，当时美国国际集团公司（AIG）出价收购美国通用保险公司。与此同时，美国通用保险公司还收到英国保诚集团（Prudential PLC）的出价。在一封直接寄给美国通用保险公司董事会主席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗伯特·德夫林（Robert Devlin）的信中，AIG主席格林伯格（Greenberg）指出，市场对英国保诚集团的出价并不热情：

> 正如今天讨论中我所解释的，我们密切关注了市场对你们宣布美国通用保险有意与英国保诚集团合并这一消息所作出的反应。很显然，英国保诚集团股票价格出现异常的急剧下降反映出投资者对此交易持谨慎态度。根据这些实际情况，我们提出美国通用保险公司与美国国际合并的可行性方案。我们将愿意与您以及贵公司董事会进行深入探讨以达成满意的协议。①

这封信接着概述了美国国际集团的收购提议，收购提议高度考虑了美国通用保险公司股东的利益。信的结尾是这样的：

> 您可以肯定的是，我们将会在力所能及的范围内做一切可以做的事以达成这项交易。我们准备随时与您和贵公司董事会面，希望我们共同努力达成圆满结果。

这封两页纸的信非常清楚并切中要害。它主要强调的是，对股东来说，美国国际集团公司的出价要比英国保诚集团的出价好；两家公司合并之后会产生协同效应；美国国际集团公司准备采取积极措施来完成这项交易。积极的熊式拥抱最终使美国国际集团公司成功收购了美国通用保险公司。

① Letter from AIG, Inc. to American General Corp. April 3, 2001.

一旦熊式拥抱公开，套利者就会大量囤积目标公司的股票。基于实施股权收购的出价者其股票价格在消息公布之后将会下滑这一事实，套利者甚至会依靠相关企业卖空出价者的股票。套利者大量囤积股票使得发起熊式拥抱的出价者或者其他任何出价者想要大规模购买目标公司的股票变得很容易。这常常造成目标公司入局（in play），从而使目标公司维持独立变得更加困难。过去因为绿票讹诈而备受指责的投资者如卡尔·伊坎和布恩·皮肯斯都是熊式拥抱的积极使用者。在第五次并购浪潮中，在某种程度上由于毒丸计划的效力日益增强，熊式拥抱的有效性有所减弱。但我们仍然看到，在第五次浪潮中及在21世纪初，熊式拥抱被广泛运用。例如2004年，经营安妮·克莱因（Anne Klein）、九西（Nine West）、伊文·皮考尼（Evan Picone）和诺顿·麦克诺顿（Norton McNaughton）等品牌的琼斯服装集团公司（Jones Apparel Group, Inc.）向马克斯韦尔鞋业公司（Maxwell Shoe Company）发起了熊式拥抱。马克斯韦尔鞋业公司经营包括琼斯服装集团特许的安妮·克莱因鞋袜等在内的各类鞋袜。2004年2月24日，琼斯服装提出以每股20美元的全部现金收购马克斯韦尔，该价格高于马克斯韦尔当时每股18.40美元的市场价格。在向马克斯韦尔递交收购要约的同时，琼斯服装集团公布了收购意图。收购要约公开化后，通过随后知情的公众股东，琼斯服装集团对马克斯韦尔鞋业公司施加了压力。马克斯韦尔的董事会以出价不充足为由拒绝了琼斯服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

装集团的收购要约。琼斯服装集团随即提高价格，以每股 22.5 美元直接向股东提出收购。马克斯韦尔鞋业公司继续抵制，并最终在 2004 年 6 月同意接受每股 23.25 美元总计 3.46 亿美元的价格。这场半敌意收购交易只是琼斯服装集团进行的几起并购交易之一，但它并没有为琼斯服装集团创造价值。2006 年，琼斯服装集团聘请高盛集团拍卖马克斯韦尔鞋业公司，但是一直没有结果。到 2006 年 8 月，马克斯韦尔鞋业公司向外宣布找不到一家愿意支付合适价格的买主。

如果遭到目标公司管理层的拒绝，出价方可能就会因股东诉讼而招致损失，为了限定损失范围，出价方就会通过提供一个特殊的价格来运用效力更强大的标准熊式拥抱。在标准熊式拥抱下，目标公司董事会承受的压力更大，被股东提出法律诉讼的可能性更高。为了拒绝被收购，目标公司董事会通常会采取如下对策：从一家投资银行取得公平意见，证明出价方提供的价格并不合理，从而为董事会拒绝被收购提供一个“正当的”理由。如果出价方公开采取熊式拥抱行动，根据威廉姆斯法 14d—2 条关于材料申报的规定，出价方必须披露股权收购的相关信息，或者在 5 个工作日内放弃收购。如果目标公司已经披露了收购信息，出价方就不必披露这些信息了。

从战略角度看，如果出价方看到交易谈判具有实际可行性，相对于股权收购来说，熊式拥抱就是一个具有吸引力的选择。熊式拥抱比较省时省力，可以减少敌意收购有时候带来的负面影响，如在收购后目标公司核心员工的流失和员工士气的涣散。不过，如果目标公司强烈反对被收购，熊式拥抱就不起作用了，出价方只能寻求诸如股权收购之类的其他方法。

出价方在勉强进行高成本的股权收购时，往往使用熊式拥抱作为发起点，因为相对来说，熊式拥抱是一种比较便宜的收购工具。有时候向目标公司董事会施加压力就足以完成收购，这就是熊式拥抱的优点。

股权收购

威廉姆斯法是联邦法律中规范股权收购的核心部分，但是具有讽刺意味的是，这部法律甚至没有对股权收购这一术语作出定义。而股权收购的确切定义是由法庭来决定。这种模糊的做法自然导致人们对股权收购的界定产生混淆。在一些案例中，出价方认为他们的行为并不构成股权收购，结果就没有遵守威廉姆斯法的规定或程序。在第 3 章中讨论过的太阳石油公司收购贝克顿迪金森公司一案就属于这种情况。1977 年年末，太阳石油公司策划了与费尔利 · S · 迪金森的一笔交易，迪金森是新泽西同名私立大学费尔利 · 迪金森的创始人，太阳石油公司购买了迪金森及其家人等其他团体持有的股票。由于公司在达成协议时没有申报相关材料，法庭裁定它违反了威廉姆斯法，即向法律定义的一群人购买股票而没有披露相关信息。在判定这一案件时，联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

邦行政区法庭认为，太阳石油公司应该及时披露其与迪金森签订的协议，该协议内容包括太阳石油公司购买迪金森手中的股份，并且在太阳石油公司完成收购之后由迪金森担任贝克顿迪金森公司的主席。在作出这次裁决之后，法庭确定了股权收购的定义，提出了界定股权收购的八因素判断法。① 在第 3 章中我们已经详细描述过这些因素，现在再将其列于表 6—1 中。

表 6—1　　股权收购的八因素判定

1. 积极广泛地劝诱股东以获得发行公司的股票。
2. 劝诱以获得发行公司的大部分股票。
3. 购买价格在现行市场价格以上提供溢价。
4. 收购要约条款固定且不可以协商。
5. 收购要约是否有效取决于能否收到预先设定的股票数量，一般情况下都会指明最多接受的股票数量。
6. 收购要约仅在规定的时间内有效。
7. 受约者面临卖出股票的压力。
8. 迅速大量积累目标公司的股票之前或者同时公开宣布购买计划。

资料来源：Larry D. Soderquist, *Understanding Securities Laws* (New York: Practicing Law Institute, July 1987), p. 236.

这八点与韦尔曼诉迪金森（Wellman v. Dickinson）一案并不相关，并且这次判决中也没有对这八点进行讨论，它来源于一个较早的判决。并不是同时满足这八个因素才构成股权收购。法庭也不希望这八个因素被机械地套用来判定股权收购是否成立。相反，在判定某次股票购买是否构成股权收购时，这八个因素应该和其他因素结合起来加以考虑。

案例研究

沃达丰对曼内斯曼公司价值 2 030 亿美元的敌意收购

具有讽刺意味的是，历史上最大的并购交易发生在英国沃达丰公司与德国曼内斯曼公司之间。这是一场双方势力悬殊的敌意收购，价值高达 2 030 亿美元，发生在美国的第四次并购浪潮中。当时英国沃达丰公司提出了以全部股票收购的有利报价，但遭到了曼内斯曼公司的强烈反对。沃达丰公司创建于 1985 年，拥有英国最大的移动通信网络。沃达丰公司曾经在 1999 年以 628 亿美元的价格收购了美国空中通信公司，拥有巨额并购交易的经验。在曼内斯曼公司众多的通信业务竞争对手中，美国空中通信公司是它为数不多的几个合伙企业之一。

曼内斯曼公司于 1999 年 10 月以 330 亿美元收购了奥林奇公司，开始进军英国移动电话市场。这家德国集团公司已经拥有 100 多年的历史，最初是一家由两兄弟成立的无缝钢管加工制造厂。随着时间的推移，公司业务逐步渗透到其他领

① *Wellman v. Dickinson*, 475 F. Supp. 783 (SD NY 1979).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

域，如汽车部件、电子产品和通信工具。到沃达丰公司提出收购的那天，曼内斯曼公司已经是欧洲最大的移动电话制造商。

曼内斯曼公司最初试图让沃达丰公司实施善意收购，希望它的股东能够拥有合并后公司的大部分股权。但沃达丰公司拒绝接受这个提议，并且提出警告它将与曼内斯曼公司的股东直接达成交易。曼内斯曼公司的股权非常分散，被包括美国在内的世界各地投资者持有。因此，在这项交易中，民族主义诉求并不起作用，在其他国家出现的保护本地公司不被“外来者”收购的国家干预也不会出现。德国政府采取更自由的市场化政策，而不像法国和意大利那样明确反对外国出价者的收购行为。直到最后曼内斯曼公司失去了独立性后，德国政府才开始改变它的自由市场立场，对德国的公司提供更多的保护。

曼内斯曼公司想要保持独立的唯一希望就落在了白衣骑士——法国维旺迪公司的救助上了。维旺迪公司是一家拥有大量通信类资产的综合性公司，持有赛格特公司44%的股份。赛格特公司是一家控股公司，拥有法国经营移动电话的SFR公司。同赛格特公司一样，SFR公司曾经是一家效益不好的固定电话公司。当维旺迪公司宣布与沃达丰公司联合时，曼内斯曼公司被其首席执行官否认为防御性行动的反收购策略完全瓦解了。作为维旺迪公司与自己联盟的回报，在收购完成之后，沃达丰公司同意将其拥有的赛格特公司15%的股份卖给维旺迪公司。这次收购使维旺迪公司持有的赛格特公司的股份达到59%。最后沃达丰公司与曼内斯曼公司的交易采取了股票互换的方式，并且在对曼内斯曼公司股东将拥有合并后公司的股权比例问题上，双方进行了深入讨论。由于曼内斯曼公司的股东强烈反对只拥有合并后公司的少量股权，最后他们取得了胜利，拥有合并后公司几乎一半的股权。

公开市场购买

法庭通常认为只在公开市场购买股票不会直接形成股权收购。不过法庭一般会要求购买者提交 TO 表。一种公开市场购买的方式是“爬行的股权收购”（creeping tender offer），它通过在市场上或者私下交易逐渐收购股票。尽管在某些情况下公开市场购买也可能需要填报 TO 表，但法院通常认为，从法律意义上看，公开市场购买不是一种股权收购。法院一再重申，从老练的机构投资者手中购买股票不受威廉姆斯法限制。[①] 但法院也坚持认为，在快速积累某公司股票之后公开宣布有意获得该公司控制权的行为应视为股权收购。[②]

---

① *Stromfeld v. Great Atlantic & Pacific Tea Company*, 484 F. Supp. 1264 (SD NY 1980), *aff'd* 6464 F. 2d 563 (2nd Cir. 1980); *Kennecott Cooper Corp. v. Curtiss Wright Corp.*, 584 F. 2d 1195 (2nd Cir. 1978).

② *S-G Securities, Inc. v. Fuqua Investment Company*, 466 F. Supp. 1114 (D. Mass. 1978).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股权收购的历史

与早期常用代理权竞争相比，在20世纪80年代的敌意收购中，人们运用最频繁的方式是股权收购。股权收购作为取得大公司控制权的有力方式，最早发生在1973年国际镍业公司收购电子蓄电池公司的案例中（见第2章）。当时，国际镍业公司在其投资银行家摩根士丹利的帮助下实施了股权收购战略。正如第2章中所提到，这是第一次由知名大公司和顶尖投资银行选择发起的敌意收购行动，它使人们逐渐认识到敌意收购是合理的和可以接受的。

甚至在电子蓄电池公司被收购之前股权收购就已经有所运用。早在20世纪60年代，不知名的企业家就做过很多考虑，希望运用股权收购从公司合法所有者手中夺取控制权。当时，股权收购不被企业界所接受。此外，在一般情况下，银行机构包括投资银行和商业银行也不愿意为股权收购提供融资。尽管如此，股权收购的作用还是逐渐被人们认可了，并且在20世纪60年代末开始被更多的人运用。在美国之外的地方，股权收购也很受欢迎。在英国，股权收购就代表了一种重要的敌意收购方式。针对企业界和金融界对股权收购日益脱离控制的担忧，纽约证券交易所和美国证券交易所对它们施加了某些限制。即使是这样，股权收购交易的数量仍然持续增长——从1960年的8%上升到1965年45%。

随着股权收购应用的日益增长，美国国会的反对意见呼声渐高。在参议员哈里森·威廉姆斯的提议下，国会于1968年通过了威廉姆斯法（见第3章）。威廉姆斯法在实施初期压制了股权收购交易的发生，股权收购数量从1968年的115起下降到1970年的34起。但市场最终适应了新法案，股权收购数量再一次增长，在1981年上升到205起。威廉姆斯法通过之后股权收购数量反弹的一个可能原因是，虽然法律规定滥用股权收购不合法，但它同时也为规范使用股权收购提供了法律依据。威廉姆斯法显然暗示着，如果股权收购是依据联邦法律进行的，它们就是合理的商业行为。威廉姆斯法也有助于提高股权收购中的溢价。支付给目标公司股东的平均现金收购溢价由法案通过之前的32%上升到法案通过之后的53%。

从总体上说，威廉姆斯法促进了反收购防御措施的发展。威廉姆斯法要求，出价方在购买股票之前应该延长要约期，以使目标公司管理层有更多的时间实施日益强大的反收购防御措施。而在此之前，股权收购强迫目标公司股东在短期内作出决策。

威廉姆斯法促进了第四次并购浪潮中股权收购的普遍运用和敌意收购规模的扩张。图6—1表明，股权收购规模在第四次并购浪潮中大幅上升，随着并购浪潮接近尾声、经济陷入衰退，股权收购开始大幅度下降。在第五次并购浪潮开始时，股权收购规模再次急剧扩大，并自此保持在一个较高的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行股权收购的原因

如果实施友好协商交易已经没有可能，公司通常就会采取股权收购这一方式。运用股权收购，出价方就可以绕过管理层，即使管理层反对收购，出价方也可以获得控制权。相对于协商交易来说，进行股权收购的成本，如法律申报费和公布费是比较昂贵的。股权收购一旦发起，就意味着目标公司最终会被接管，尽管接管者并不一定就是最初发起股权收购的公司。股权收购一般会使目标公司入局，并且使它最终可能被某一家进入出价竞争试图收购目标公司的公司收购。竞价过程会明显地增加股权收购的成本，但它也会提高目标公司股东的回报率。

股权收购的成功率

大多数的股权收购是非竞争性的（见图 6—2）。根据 1990—2005 年的数据，在所有尝试对上市公司进行竞争性股权收购的公司中，加权平均成功率只有 55%。[①] 未被出价方成功收购的目标公司要么奔向了白衣骑士，要么继续保持了独立。白衣骑士在目标公司击退最初的敌意出价者方面发挥了重要作用。出价方发起一次敌意收购时不得不考虑这一事实，即大约有一半的竞争性交易是失败的。我们也要提醒大家，在对这个问题的讨论中，我们将成功定义为出价方能够最终获得反对收购的目标公司的控制权。如果我们将成功的标准设定为出价方不仅最终获得了目标公司的控制权，而且在并购后多年内都实现了盈利，取得了财务上的成功，那么成功率将会低得多。

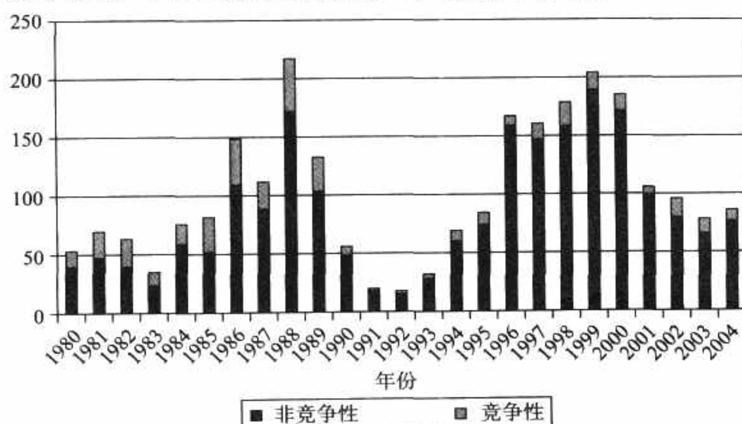


图 6—2 股权收购，1980—2004 年：竞争性与非竞争性

资料来源：*Mergerstat Review*，1998 and 2005。

① *Mergerstat Review*，2004.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金股权收购与证券股权收购

发起股权收购的公司可能进行全部现金收购，也可能部分或全部运用有价证券进行支付。对于目标公司的某些股东来说，有价证券可能更具有吸引力，因为在这种情况下交易可以免税。出价公司也可以采取灵活的双重支付方式，让目标公司的股东在现金支付或者证券支付两种方式中进行选择。如果在交易中使用证券，就必须根据《1933 年证券法》到美国证券交易委员会进行备案。发行这些证券时还要遵守相关州的蓝天法（blue sky laws），该法对证券的发行与流通进行了规定。

美国证券交易委员会的审核过程也会放慢股权收购的进程。而且根据威廉姆斯法和哈特-斯科特-罗迪诺法的等待期规定，收购公司也必须等候一段时间（见第 3 章）。使用证券支付可能还会增加另一个等待期，因为 SEC 要对证券进行审核。为了加快对证券发行者的答复速度，SEC 的公司财务部门设计了一套进行选择性审核的系统。[①] 对那些在以前发行证券时已经接受全面审查的公司，这一系统允许它们只进行简要的复核。在这种情况下，除了威廉姆斯法和哈特-斯科特-罗迪诺法规定的等待期外，证券注册和审核过程就会很少或者完全不拖延时间。

10 天的威廉姆斯法窗口

在第 3 章中提到，威廉姆斯法规定，持有某一公司已发行股票总数 5%的收购者必须在 10 天内向 SEC 提交 TO 表。提交 TO 表能够向市场通报收购者的意图，并警示股东即将发生股权收购。在购买的股票数量达到总数的 5%之后的 10 天内，收购方可以从自己的利益出发尽快购买股票。在这一期间，收购者购买股票的价格将比向市场公开收购意图之后的要低。提交的 TO 表提醒股东，收购者即将出价大量购买公司的股票，这意味着对公司股票的需求将会急剧上升，同时股票的价格也会上升。在知道即将发生的大规模购买和随之可能带来的溢价之后，股东就会要求以更高的价格出售手中的股票。10 天的窗口向收购者提供了大量购买股票而不用支付溢价的机会，不过这只有在还没有传闻购买方将提交 TO 表的情况下才可能实现。事实上收购方很难在购买大量股票的同时使自己的身份处于保密状态。

如果在星期三发起收购，那么 10 天的窗口就会变成 12 天。因为收购者恰好需要在星期六提交 TO 表，而 SEC 通常允许收购方在下一个营业日即两天后的星期一提交。

---

① Martin Lipton and Erica H. Steinberger, *Takeovers and Freezeouts* (New York: Law Journal Seminar Press, 1987, updated 1994), pp. 1－12.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目标公司管理层的回应

目标公司管理层会对股权收购作出何种反应？目标公司股东通常将股权收购看成是获得了有利的发展，因为它们往往带来高的收购溢价。但是目标公司管理层的反应并不明朗。如果反对股权收购会提高股东的收益，那么目标公司管理层采取的比较合适的行动方案就是反对收购，并以此作为一种迫使收购方提高出价的杠杆手段。不过，这种观点隐含了一个假定，即与维持公司独立相比，公司认为提高收购价格能给股东带来更高的收益。

通过反对收购，目标公司可以迫使出价方提高收购价格，也可以吸引其他出价方来参与竞价过程。我们已经看到，赢得这类竞价的收购者通常会受到“赢者诅咒”的折磨，竞价的结果更符合目标公司股东的利益。有多个出价方参与，这通常意味着为了收购目标公司，最终的收购方要提供更高的溢价水平，并在一定程度上使用更高的财务杠杆。

如果反对收购，目标公司就要承担收购过程可能会被取消的风险。当收购方提供的溢价高出了目标公司维持独立状态下股东所能实现的价值水平时，反对收购就会导致股东财富的减少。不同的收购战争适用于不同的条件。如果在保持独立的情况下，目标公司提供的股东财富较低，而与收购方合并能够产生协同效应并取得更高的价值，以吸引股东的溢价水平售出目标公司就是合理的。

在评估对股权收购的反对程度时，在股权收购真正发生之前，目标公司管理层就需要对各种选择进行评价。如果目标公司的董事会和管理层认为公司是一个很具有吸引力的收购目标，他们就可能在任何出价发生之前装备各种防御措施，这样公司的收购价格就不会低于他们对公司的评估价值。装备各种防御措施向市场传递了目标公司不接受敌意收购的信息。如果目标公司曾经拒绝过敌意报价，这种防御装备就向市场传递了其他的信息。任何一家目标公司的董事会和管理层都很难做到不接受任何出价，而不管对方提供的溢价有多高。不过，有时候管理层虽然没有明确表示将不会以任何价格出售公司，但他们的行动却似乎传递了这一意图。很显然，这并不符合股东的利益。

股权收购和维持管理层忠诚

敌意股权收购被其支持者视为保持管理层忠诚和限制代理成本的监控器。[①] 如果没有敌意收购的可能性，管理层就可能会自由地采取行动，以实现个人福利最大化。这样形成的股票价格就不会实现股东财富的最大化。股权

---

① Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (Boston: Harvard University Press, 1991), pp. 171－172.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购的效力增加了敌意收购的成功率，认识到这一点就能够使管理层关注公司的股票价格变化，并保持对公司股票价格变化的警觉性。这样，股权收购就有助于解决公司的代理问题（见第7章）。

个人股东既没有发起股权收购的动机，也没有进行股权收购的能力。而敌意出价方却同时具有收购目标公司的动机和资金。在将目标公司的价值与其在自己管理层控制下的价值进行比较之后，出价方会认为，即使收购价格超过了目标公司当前的市场价值，并且向目标公司股东提供了足够的溢价后，自己仍然能够从这次收购中获益。如果出现了这种收购价格，股东就有机会进行考虑，并将出价方提供的价值与管理层实现的价值进行比较，从而作出使其收益最大化的选择。

组建股权收购队伍

出价方需要组建一支包括骨干成员在内的收购队伍，并在股权收购过程中不断调整自己的行动。这支队伍由公司管理层之外的成员和内部顾问构成。外部成员如下：

- 投资银行。在股权收购过程中，投资银行在提供必需的融资和咨询服务方面发挥了主要作用。投资银行可能提供过桥资金，使出价方可以“先买后支付”。它也可能通过发行垃圾债券这类证券或者通过担保债务协议对收购提供最终融资。在激烈的敌意收购战中，投资银行的并购专家尤为重要，因为目标公司一般会雇用更为老练的防御专家。
- 法律顾问。对于收购者来说，在实施股权收购时，无论是在法律上还是在收购战略上，聘请的在并购策略和反并购防御方面经验丰富的律师都是无法用价值衡量的咨询力量。20世纪90年代，一大批法律机构开始在并购咨询领域中扮演重要角色。这与80年代截然不同，当时只有两家法律机构主宰整个市场。
- 情报代理。情报代理负责把股权收购资料提供给股东，是典型的劝诱目标公司股东的代理机构之一。情报代理还会通过电话或邮件等方式主动劝诱股东参与股权收购过程。
- 寄存银行。寄存银行负责处理股权收购的接收工作并对收购的股票进行支付。寄存银行要确定这些股票是否通过正确的方式收购，它们也会为出价方提供一张进度表，以确定股权收购成功的可能性。
- 接收代理。除了寄存银行之外，出价方可能会决定设置一家接收代理机构，扩大寄存银行的活动范围，并把接收的股票转到寄存银行。当股票集中在寄存银行服务不发达的地区时，设置接收代理尤为重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两阶段股权收购

两阶段股权收购有时候被称为前端倾向（front end-loaded）股权收购。两阶段股权收购对在第一阶段出售股票的股东提供高额补偿，而对在第二阶段或交易后端出售股票的股东提供较低的补偿。两阶段股权收购计划给目标公司的股东施加了压力，使他们担心如果不及时在第一阶段售出股票就会沦落到第二阶段，从而获得较低的补偿。如果出价方在第一阶段收购到了足够的股份，并且并购交易获得了相关部门的批准，那么剩下的股东就会陷入困局，只能在劣等条件下出售股份。两阶段补偿中，第一阶段是对目标公司51%的股份进行较高价格的全部现金支付，第二阶段则是以较低价格并且可能提供诸如债券之类的非现金方式进行补偿。以债券形式提供的非现金补偿通常被认为是低劣的，因为相对于现金补偿来说，它的价值不明确。两阶段价格策略逼迫目标公司股东处于无奈之中，因为他们不得不匆忙成为第一阶段的股票出售者。

在20世纪80年代初，两阶段股权收购是敌意收购者经常使用的武器。不过，在第四次并购浪潮中，由于垃圾债券市场提供了筹集大量资金的渠道，敌意收购者发现，全部现金收购股票是一种更加有效的进攻性战略。目标公司的董事会发现难以抵制全部现金收购的诱惑，也就是说，他们很难证明拒绝含有高额溢价的固定价格出价这一做法是否正确。如果出价方较容易获得垃圾债券市场的资金，他们就可以很容易地支付更高的全现金溢价。不过，这种情况在80年代末有所改变，当时垃圾债券市场崩溃，全部现金收购开始很少出现，取而代之的是，收购融资经常采取以更多的股权和较少的等风险债券相结合的方式。这就使得小规模购买者很难加入大型交易中。不过，在1997年第五次并购浪潮掀起时，现金交易又一次达到高潮。

两阶段股权收购的法规

那些反对两阶段出价的人认为，对股东来说，第二阶段出价是强制性和不公平的，因为根据威廉姆斯法，所有股东应该被平等对待。而在两阶段股权收购中，前一阶段的股东获得的补偿要好于后一阶段的股东，这就使股权收购从整体上来说都具有强制性。尽管法院曾经规定两阶段股权收购并不违法，但提倡平等对待股东的呼吁还是引起了各州公司法的修改。很多州修改法律以保证公司平等对待所有接受收购的股东，这些修改包括公平价格条款和赎回权利。

公平价格条款要求所有股东都得到公平的支付价格，即使是那些处于第二阶段的股东，他们获得的支付价格也必须与支付给第一阶段的股东的价格相等。赎回权利允许股东以第一阶段所收到的价格赎回股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 80 年代也有许多公司反对两阶段股权收购。一些公司修改了公司章程，把公平价格条款纳入其中。贾雷尔和波尔森的研究报告表明，随着前端倾向股权收购报价数量的增长，在公司章程中采取公平价格条款的公司数量也急剧增长。[①] 他们发现在 1983—1984 年间有 354 家公司进行了公平价格条款修订，与 1979—1982 年间的 38 家形成了鲜明对比。贾雷尔和波尔森将这种增长归因于 20 世纪 80 年代早期两阶段股权收购影响范围的扩大。不过，在 80 年代急切开始的公司章程修订与某些州法律的通过一起限制了两阶段股权收购的有效性。

欧洲的股权收购法规在某种程度上与美国类似，但是对出价方可能施加了更多的限制。例如，在英国，持有公司 30%及以上普通股的收购者必须以它支付的最高价格收购剩余的全部股份。这就导致部分收购和两阶段收购失去效力。

两阶段股权收购对股东财富的影响

强制性的两阶段股权收购会引起股东财富减少这一观点还没有形成定论。柯蒙特和贾雷尔的研究没有发现两阶段出价导致股东财富减少的现象。[②] 他们研究了 1981—1984 年间 210 起现金股权收购，发现两阶段股权收购的数量远远少于全部股权收购。他们的研究结果还表明，在同时面临前端倾向收购出价和全部股权收购出价时，股东倾向于选择后者。柯蒙特和贾雷尔认为，导致这一现象的原因是，在同时面临前端倾向收购出价和全部股权收购出价时，管理层与收购方的谈判能力及为股东获取相同收益的能力是不同的。柯蒙特和贾雷尔发现，在他们的样本中，144 起全部股权收购的平均溢价是 56.6%，而 39 起两阶段股权收购的平均溢价为 55.9%。很有意思的是，柯蒙特和贾雷尔研究的 210 起股权收购中只有 14 起进行了公平价格条款修订，显然上述发现并不是由公平价格条款引起的。因此，柯蒙特和贾雷尔得出结论，政府没有必要改变监管法律来禁止两阶段股权收购，因为两阶段股权收购并没有表现出对股东财富造成不利影响。

全部股权收购与部分股权收购

在发起股权收购之前，收购方必须决定是进行全部股权收购还是只收购一部分流通股。一般来说，全部股权收购被认为是一种更加有效的收购策略，因此也是目标公司更难以防御的收购措施。部分股权收购存在超额认购的风险，因此并不值得采用。当存在超额认购时，除非购买方同意接收所有提供

---

① Greg Jarrell and Annette Poulsen, "Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980," *Journal of Financial Economics*, 19 (1), September 1987, 127-168.

② Robert Comment and Greg Jarrell, "Two-Tiered and Negotiated Tender Offers," *Journal of Financial Economics*, 19 (2), December 1987, 283-310.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出售的目标公司股份，否则股票只能按比例接收。在部分股权收购中，股东存在着其想要出售的股票可能得不到收购者提供全部溢价的风险。这种情况在全部股权收购中就不会出现。

如果部分股权收购的目的是取得目标公司的控制权，且不需要经过第二阶段的收购交易，就会对目标公司股东缺乏吸引力，因为在部分股权收购完成之后，如果目标公司股东的全部或者部分股票并不包括在购买者所购买的范围之内，随着市场对发生第二阶段交易的预期减少，它们的股票价格就会下降。即使最终发生了第二阶段交易，股东也可能得不到与第一阶段交易同样高的溢价，因为第一阶段交易包含控制权溢价。在第一阶段交易完成之后，通常就建立起了对目标公司的控制权，对收购方来说，剩下的股份就没有多大价值。第一阶段通常是明确的、价值固定的现金交易，而第二阶段交易则经常运用债务类其他权益证券进行支付。由于收购方为了给第一阶段的全部现金交易融资而发生了大量的债务，第二阶段交易发行的债券就被认为具有很大的风险。正如前面提到过，第二阶段收购中的债券价值对于股东和收购方来说是有差别的。有时候收购方会通过在第二阶段组织全部证券支付以构建免税交易来尽力改善与股东之间的关系。在这一方面，第二阶段股东拥有的优势就会部分抵消第一阶段股东收到的较高溢价。

第二阶段的股东还需要考虑收购方是否有能力在第二阶段购买所有的剩余股票。为了取得控制权，收购方可能会在第一阶段交易中过度消耗财力，以至后来不能完成对余下股票的收购。例如，威廉·法利（William Farley）耗尽了全部现金来收购西点-佩珀雷尔公司 95%的股权，为了完成对西点-佩珀雷尔公司余下 25 亿美元的收购，威廉·法利不得不寄希望于投资银行德崇证券公司发行垃圾债券。由于德崇证券公司的财务困境及垃圾债券市场的衰落，最终这项收购计划未能执行。威廉·法利无法偿还购买 95%股份时承担的债务，只能以比预期低的价格出售了西点-佩珀雷尔公司的克卢特·皮博迪部门（Cluett，Peabody & Co.）——3.5 亿美元外加买主 6 000 万美元的票据。① 这些因素共同作用导致 1990 年 3 月威廉·法利对西点-佩珀雷尔公司的收购最终失败。

有时候交易可以设计成三阶段形式。采用三阶段交易的出价方通常被称为三级购买者。通常的做法是，收购方在一开始时发起股票收购，紧接着采取第二阶段的收购。一旦收购方获得控制权，并且大部分股东也已经卖出了他们所有的股票，对未出售股票的少数股东，收购方就会进行第三阶段的股票冻结购买。

---

① Robert Johnson，"William Farley's Quest for Status Threatens to Topple His Empire，" *Wall Street Journal*，April 30，1990，p. A1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于股权收购影响的实证研究

早期的一项研究由芝加哥大学的阿斯奎思作出，他在其博士学位论文中详细论证了股权收购对股东财富的影响。[①] 阿斯奎思研究了在 1962—1976 年间发生的 211 起成功的交易和 91 起不成功的交易，并考察了并购给目标公司股东带来的日超额收益率。日超额收益率是指股票的实际日收益率超过与其风险水平相一致的预期收益率的部分，股票的风险水平由贝塔系数衡量。贝塔系数是系统性风险或不可分散风险的衡量指标，这个概念在大多数公司理财教科书中都有所介绍。

阿斯奎思的结论表明，考虑收购前后的 60 天，被成功收购的目标公司股价出现了明显的累积超额增长。有趣的是，市场往往能够有效地预期收购。事实表明，在大多数交易中，目标公司股东在公告日（发布日）之前就已经实现了几乎 20%的累积超额收益率（CER)，而在大多数没有成功的交易中，目标公司股东在公告宣布后的 60 天内丧失了几乎 10%的收益。

根据阿斯奎思的研究，在成功完成收购后，收购公司的股价连续 60 天实现增长，但增长率相对较低。而在没有成功的收购行动中，那些潜在的收购公司在发起收购后的 60 天内却表现出 25%的连续超额收益率（见图 6—3 和图 6—4)。

阿斯奎思的研究报告大约是在 25 年前发表的，但是他关于股权收购影响收购方股东财富的基本研究结论对现在的并购市场仍然有效。不过，后来的研究表明，这些最初的股价反应可能并不总是代表收购方的长期绩效。[②] 对于股票市场最初表现出正的回应的一种解释是，收购方和市场可能认为被股权收购的目标公司价值被低估，是一个价廉物美的收购对象。或者这些目标公司没有被很好地管理，并且交易价格低于目标公司的潜在价值。不过，随着时间的消逝，我们发现，这些进行股权收购的公司经营业绩逐渐恶化。事实上，劳和维迈兰（Rau and Vermaelen）已经特别指出，这类发展状况逐日恶化的公司就是魅力公司（glamour firms)。魅力公司被定义为账面—市值比率比较低的公司。低的账面—市值比率往往表示，这些公司的市场反应强烈，并且交易价格高，但是，这些交易价格并没有表现在公司资产的账面价值上。劳和维迈兰从理论上推断，由于魅力地位的提高，这些公司的经理们受虚荣心影响，可能过高地估计了自己管理目标公司的能力。图 6—5 显示了魅力收购公司和价值收购公司相对于市场平均数的账面—市值比排名。图中曲线向

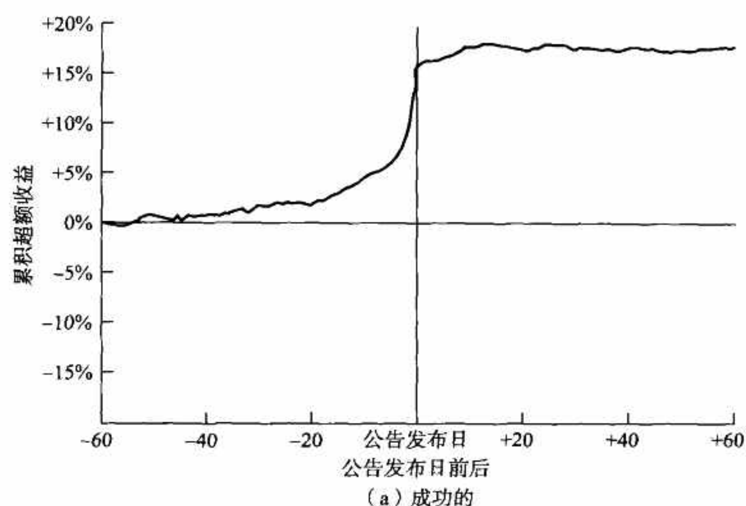
---

① Paul Asquith, "Merger Bids and Stock Returns," *Journal of Financial Economics* 11, (1-4) April 1983, 51-83.

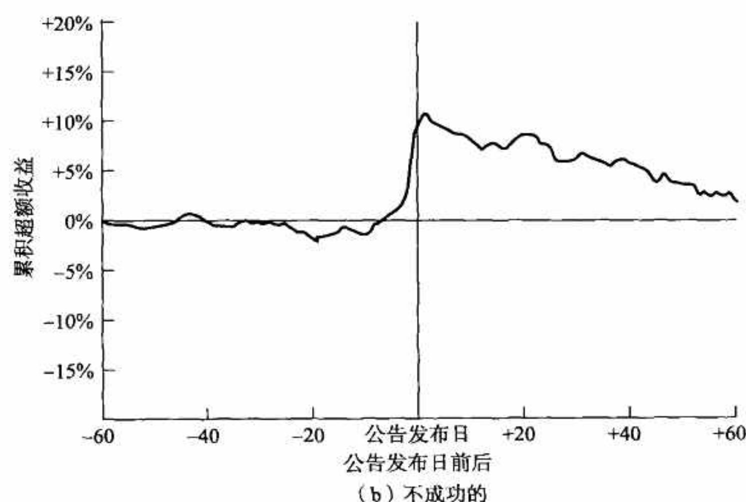
② T. Loughran and A. Vijh, "Do Long Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions," *Journal of Finance*, 52 (5), December 1997, 1765-1790; and P. Raghavendra Rau and Theo Vermaelen, "Glamor, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 49, 1998, 223-253.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上发展的趋势表明，魅力收购公司在收购完成后丧失了魅力地位。



（a）成功的

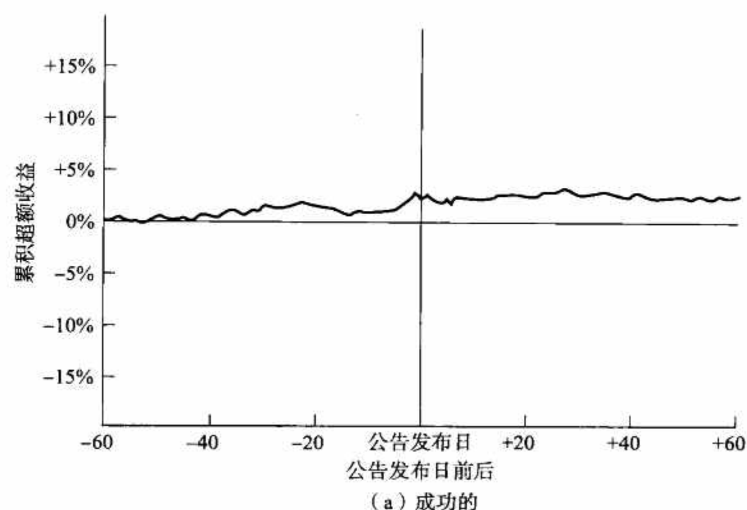


（b）不成功的

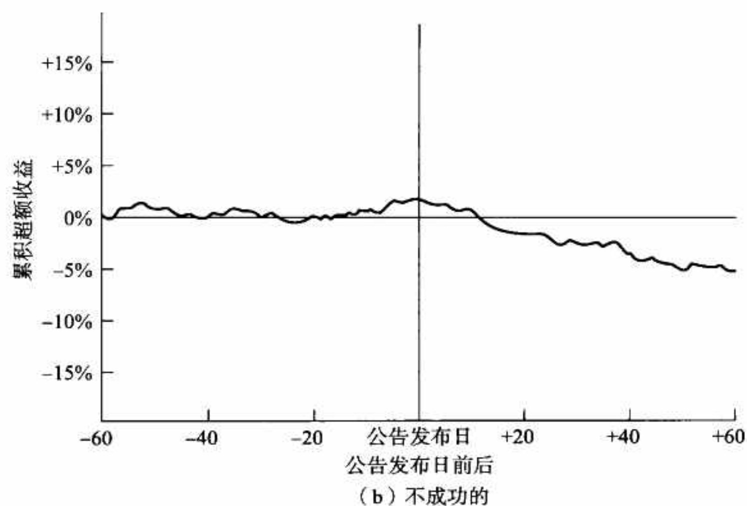
图 6—3　1962—1976 年间 211 起成功收购和 91 起不成功收购的目标公司在并购前 60 天到并购后 60 天的平均累积超额收益

资料来源：Paul Asquith, "Merger Bids and Stock Returns," *Journal of Financial Economics* 11, (1-4) April 1983, 70。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（a）成功的

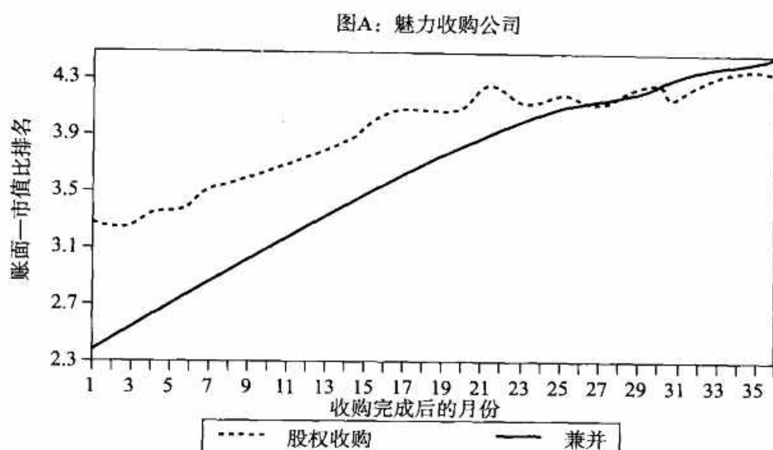


（b）不成功的

图 6—4　1962—1976 年间 196 起成功收购和 89 起不成功收购的收购公司在并购前 60 天到并购后 60 天的平均累积超额收益

资料来源：Paul Asquith, "Merger Bids and Stock Returns," *Journal of Financial Economics* 11, (1-4) April 1983, 71。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



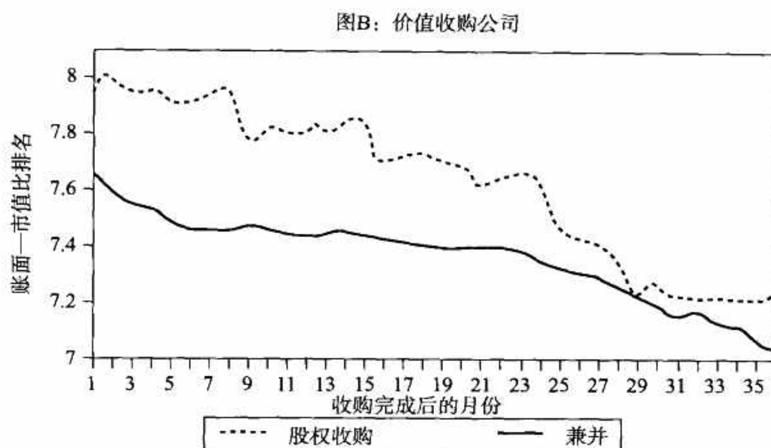


图 6—5　收购公司在兼并与股权收购中的魅力与价值地位的演变

该图分别显示了在兼并和股权收购中魅力收购方与价值收购方的平均账面—市值比排名变化。收购公司在完成收购后的 36 个月内各月账面—市值比要低于 NYSE、AMEX 和 NASDAQ 上市公司的平均水平。

资料来源：P. Raghavendra Rau and Theo Vermaelen, "Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 49, 1998, 232。

失败的股权收购对股东财富的影响

尽管成功收购所带来的溢价可能会增加目标公司股东的财富，但存在的问题是，当收购失败时，因收购公告所带来的目标公司股价的增长是否还会持续下去。布拉德利、德塞和金对 1963—1980 年间那些以取得控制权为目标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的未成功的股权收购交易中的股东收益进行了研究。① 如果收购公司持有目标公司的股份少于70%，但试图增加目标公司至少15%的股份，就被定义为以获得控制权为目标的股权收购。布拉德利、德塞和金考察了这一期间总共697起股权收购，通过关注收购双方的累积超常收益率来衡量股权收购的影响。超常收益率（abnormal returns）是指那些不能完全由市场变化解释的收益率。市场收益率模型如式（6.1）所示：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{mt} R_{mit} + \epsilon_{it} \tag{6.1}$$

其中，

R_{it} ——第 t 月第 i 个企业月股票收益的累积股息率；

R_{mit} ——第 t 月市场平均投资组合相对于收购公告日的收益率；

α, β ——回归参数；

ϵ_{it} ——均值为零的随机误差项。

第 i 个企业在第 t 月的超常收益率定义如下：

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_{mt} R_{mit} \tag{6.2}$$

加总规定时期内的超常收益率就可以得到累积超常收益率（CAR）。在很多并购事件研究中CAR被用来表明是否存在超常收益。

布拉德利、德塞和金的研究的一个目的是，确定股权收购对目标公司和收购公司是否存在长期的财富效应。这些效应将会在以后的章节中分别讨论。

目标公司

研究结果表明，在股权收购公布月前后目标公司股东实现了正的超常收益率。累积超常收益率“表明再次对目标公司股票进行了正面的评价，但没有考虑股权收购被拒绝后可能带来的后果”②。在所有未成功的股权收购样本中，76.8%的公司最终被收购，而23.2%没有被收购。图6—6显示了最终被成功收购的公司受到正面影响，与那些没有被收购的公司相比有明显的差别。

收购公司

布拉德利的研究显示了股权收购影响收购公司的一个有趣的现象。如图6—7所示，当目标公司保持独立并且控制权没有发生变化的时候，收购公司的累积超常收益率是保持非负的。当目标公司被别的出价方购买时，被讨论的收购公司失去了股权收购的机会，其价值出现了明显的下滑。布拉德利和

① Michael Bradley, Anand Desai, and E. Han Kim, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy," *Journal of Financial Economics*, 11, April 1983, 183－206.

② Ibid. p. 192.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

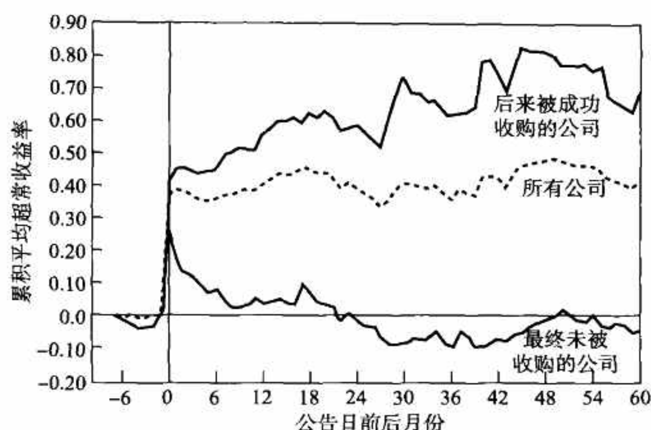


图 6—6 1963—1980 年间未成功收购的目标公司的累积超常收益率——总样本、"后来被成功收购的公司"子样本和"最终未被收购的公司"子样本

资料来源：Michael Bradley, Anand Desai, and E. Han Kim, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy," *Journal of Financial Economics*, 11, April 1983, 192。

他的同事们认为，这是市场认为收购公司已经丧失了收购有价值资源的机会的结果。有时候由于竞争对手购买了目标公司，获得了高于丧失收购机会的企业的竞争优势，也会导致被讨论的收购公司的价值明显下滑。

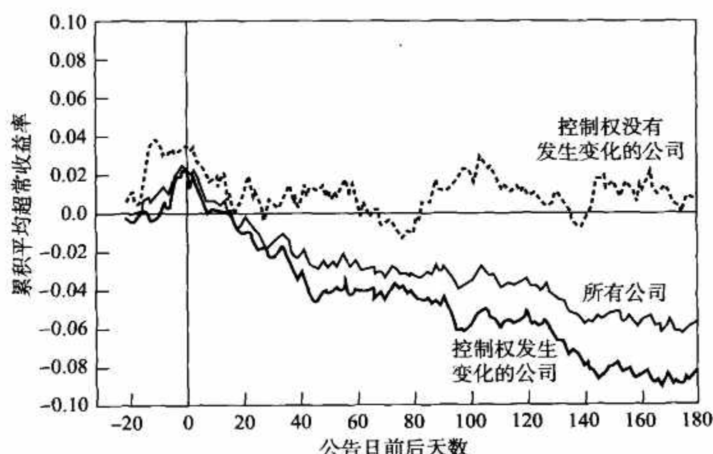


图 6—7 1963—1980 年间未成功的收购中收购公司的累积超常收益率——总样本、"控制权没有发生变化的公司"子样本和"控制权发生变化的公司"子样本

资料来源：Michael Bradley, Anand Desai, and E. Han Kim, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy," *Journal of Financial Economics*, 11, April 1983, 200。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布拉德利研究了股权收购影响失败的收购公司的时间长度，发现在1963—1980年间的股权收购样本中，从宣告收购失败到后来被成功收购的平均时间间隔为60.6天。几乎所有的持有最终成功收购公司股票的投资组合都经历了21天的价值下降，这些投资组合的价值在21天内下跌了2.84%。

股权收购溢价和董事会的独立性

独立董事是指那些不是公司的雇佣者且与公司不存在任何关系的董事。财务理论者在很久以前就已经提出这种观点，即董事会越独立，股东的收益就越大。① 科特、希维德塞尼和津纳（Cotter，Shivdasani and Zenner）研究了1989—1992年间的169起股权收购。② 他们的研究结论支持了法马和詹森（Fama and Jensen）的假设。科特、希维德塞尼和津纳发现，在股权收购中，相对于独立性较差的目标公司，董事会独立的目标公司股东能够多收到20%的收益。他们还发现，董事会越独立，收购溢价就越高。这些发现暗示独立董事比非独立董事在争取股东的财富方面更主动。科特及其同事们将他们的研究扩展到如何确定股东财富增加的来源上。他们的研究结果表明，目标公司较高的收益是以收购公司股东的损失为代价的。这个结论与我们在整本教材中讨论的其他研究结论相一致。

"失败的出价者"更可能成为目标公司吗?

在第4章中我们讨论了各种失败的混合并购或多元化并购的影响，在第2章中我们也讨论了发生在第三次并购浪潮中的收购。收购失败将会给公司带来什么影响，这种讨论对收购公司的股东来说非常重要，因为他们要考虑是否应该赞成某些收购。

1988年，米切尔和莱恩分析了收购失败对出价公司的影响。③ 他们发现，出价公司成为目标公司的可能性与公司在实施收购后的累积平均收益率负相关。米切尔和莱恩运用了逻辑回归方法，这是一种计量经济学技术，其中因变量在0～1间变动。在这个分析中，0或者1代表公司成为目标企业的可能性。一些研究表明，收购行为对出价公司的影响为零或者为负，但是给目标公司带来了显著的收益。米切尔和莱恩认为市场本身对成功和失败的出价公司进行了区分。米切尔和莱恩发现，即使出价公司的收益率接近于零，在他

① Eugene Fama and Michael Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, 1983, 301 - 325.

② James Cotter, Anil Shivdasani, and Marc Zenner, "Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers?" *Journal of Financial Economics*, 43 (2), February 1997, 195 - 218.

③ Mark L. Mitchell and Kenneth Lehn, "Do Bad Bidders Become Good Targets?" *Journal of Applied Corporate Finance*, 3 (2), Summer 1990, 60 - 69.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们所观察的子样本中，成功的出价公司的表现也要好于那些执行了失败的收购策略的公司。米切尔和莱恩将这些执行了失败的收购策略的公司称为“失败的出价者”。例如，如图 6—8 所示，那些后来没有成为目标公司的出价公司在收购公告发布的 60 天之内清楚地显示出了正收益。而那些后来成为敌意或善意收购的目标的出价公司则表现出明显的负收益。换句话说，由那些后来成为收购目标（尤其是敌意收购的目标）的公司实施的收购将导致出价公司股票价格的下跌，而那些在完成收购之后没有成为收购目标的出价公司其股票价格则会上涨。

米切尔和莱恩认为图 6—8 中所描述的收益有两种解释。第一种解释是，市场认为将会成为被收购目标的出价公司进行的收购降低了合并公司的综合盈利能力。也就是说，市场认为那是一个失败的收购。对这种现象的第二种解释可能是，出价公司对目标公司进行了超额支付。如果出价公司支付了较低的价格，收购则可能会成功。

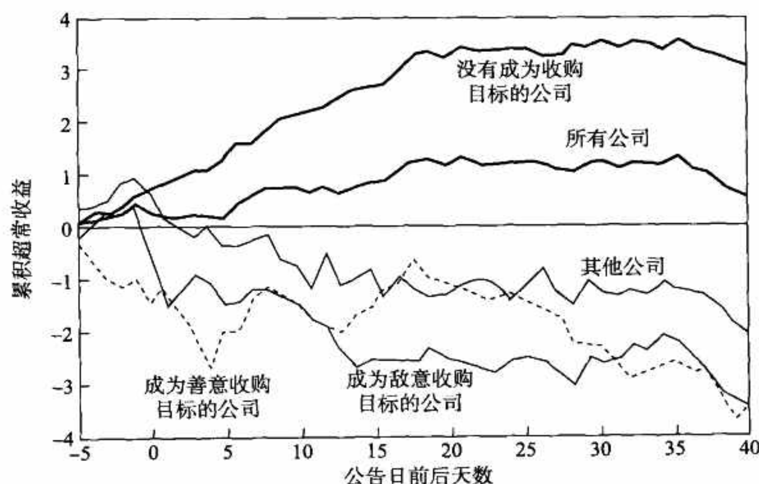


图 6—8 股票价格对收购公告的反应，1982—1986 年

资料来源：Mark L. Mitchell and Kenneth Lehn, “Do Bad Bidders Become Good Targets? ” *Journal of Applied Corporate Finance*, 3 (2), Summer 1990, 60 - 69。

这项研究的作者继续追溯了股票价格与收购及其后的剥离行为的关系。他们发现，股票价格对其后发生剥离行为的收购呈现出统计显著的负反应（平均 24%），对于后来没有发生剥离行为的收购，米切尔和莱恩发现股票价格呈现出较小的、不统计显著的正反应（平均 1.9%）。这个结论的重要性在于，它暗示在收购公告发布时，市场就预告了收购将会是成功的还是失败的。米切尔和莱恩的研究表明市场能够有效地预测到收购是否成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公开市场认购与街道清扫

在进行股权收购之前，敌意收购者会囤积目标公司的股票。正如前面所提到，购买者通常尽力对发起收购进行保密，从而尽可能地减小对目标公司股票价格上涨施加的压力。为了做到这一点，他们通常会利用各种空壳公司和合伙公司进行收购，以掩盖最终收购者的身份。

在达到 5%的收购起始点后，收购方还有 10 天的时间可以用来增持目标公司的股份，10 天之后收购方必须宣布收购公告。如果收购者采用了激进的购买计划，购买目标公司高达 20%的股份就并不罕见。收购方持有目标公司的股份越多，对收购目标公司能起到的杠杆作用就越大。如果收购方已经拥有较多的股份，这种杠杆作用可以使收购方发起具有较高成功率的股权收购。此外，在控制了较多的具有投票权的股份后，收购方还可以在可能发生的代理权竞争中占据有利的地位。即使未能控制董事会，收购方也至少能在董事会中设置一个席位，这就会加大管理层的经营难度，并可以迫使公司采取有利于收购方的行动，例如支付额外的股息。

通过公开市场购买囤积大量的股份可能完全足以化解像绝大多数条款那样的防御措施。它们还可以作为有效的谈判工具，用来说服目标公司接受“善意的股权收购”或者阻碍潜在的白衣骑士购买目标公司。潜在的白衣骑士知道，即使获得了目标公司的大部分控制权，它也不得不与这个不受欢迎的大股东进行交易。如果没有收到高的溢价，敌意收购方不可能放弃其持有的股份，这就等价于进行绿票讹诈。白衣骑士的前景就会很不乐观——需要向目标公司的其他股东支付溢价和向敌意收购方支付绿票。

在公开市场购买股票可能是收购方进行股权收购的前奏，但也可能是替代股权收购的有效方案。如果认为股权收购不会取得成功，敌意收购方可能就会决定放弃发起股权收购，转而在公开市场上开始大规模购买股票，其目的是设法收购足够多的股票以获得目标公司的控制权。敌意收购方的投资银行会向购买者提供必要的资金支持，并锁定所需购买的大量股票，以协助收购。收购方的投资银行通过各种公司或合作伙伴秘密进行股票的囤积。一旦收购的股票数量超过 5%的起始点，收购方离提交 TO 表就只差 10 天的时间。不过，有时候这些收购行为很难保密，因为它们还要满足哈特-斯科特-罗迪诺法的材料提交要求。

1985 年汉森信托有限公司开创性地运用街道清扫（street sweeps）作为有效的收购策略。当年，汉森信托公司在终止了对 SCM 公司的股权收购之后，立即从套利者手中购买了 SCM 公司 25%的流通股份，并且这些股份的积累只通过六笔交易。这一举动是为了抵御 SCM 公司采取的防御性杠杆收购，它使汉森信托公司持有的 SCM 公司股票份额高达 34.1%。根据纽约州（SCM 公司的注册地）的法律，诸如杠杆收购这样的重大交易必须得到 2/3 以上的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东批准才能通过。这样，汉森持有 34.1%的股份就使 SCM 公司不可能满足 2/3的通过要求，从而阻止了 SCM 公司杠杆收购计划的实施。

汉森信托公司利用了收购战中大量股票开始集中在套利者手中这一事实，为股权收购开创了一个很有吸引力的备选方案。老练的投资银行在为顾客提供咨询服务时，很清楚通过少数几笔交易就可以实现持有大量的股份。

汉森信托公司使用的街道清扫策略得到了法院的支持。① 法院判决汉森公司在取消股权收购之后进行的公开市场收购不受威廉姆斯法的约束。不过，根据 14b—5 条例的规定，在股权收购仍然有效之前，主动发起方不得在股权收购之外购买股票。但是汉森信托公司的购买不属于这种情况，因为它已经结束了股权收购计划。对汉森案件的裁决开启了街道清扫合法且并不违背威廉姆斯法的先例（见案例研究：康波公司和联合百货公司）。该项判决也指出了威廉姆斯法存在的一个漏洞，即在股权收购未遂之后，由于大量股份集中在套利者手中，这增加了街道清扫策略成功的可能性，从而使目标公司很容易受到街道清扫策略的攻击。

案例研究

康波公司和联合百货公司——街道清扫策略的有效性

1986 年发生了一起著名的有效运用街道清扫策略的案例。当时位于多伦多的房地产公司康波公司放弃了对联合百货公司的股权收购，并立即在公开市场购买了联合百货公司 48%的股份。康波公司的总裁罗伯特·康波（Robert Campeau）陷入了与爱德华·J·德巴尔托洛（Edward J. DeBartolo）的收购竞争中，后者经营了一家私人控股公司，该公司持有 50 多家大型购物中心、饭店、公寓和办公大厦的房地产股份。爱德华·J·德巴尔托洛与袭击者保罗·比泽里安达成合伙关系，共同以每股 67 美元的价格对联合百货公司进行总计 35.6 亿美元的股权收购。他们的报价高出了康波公司报出每股 66 美元的价格。康波公司在意识到这次股权收购可能难以成功后，果断地取消了收购计划，并且在取消收购后的 30 分钟内购买了 2 580 万股联合百货公司的股票，占其流通股份的 48%。收集大批股票的经纪公司杰弗里斯集团（Jeffries Group, Inc.）的工作使得康波公司进行的股票收购成为可能。利普顿和斯坦伯格指出，杰弗里斯集团在把股票卖给康波之前已经向竞价者出示过这些股票。①

这项街道清扫策略受到了 SEC 的质疑，SEC 认为 48%的股票购买仍然是康波公司股权收购的一个延续。不过，在相关规定出台之后，对街道清扫的法律质疑就不复存在了。

① Martin, Lipton and Erica H. Steinberger, *Takeovers and Freezeouts* (Washington, D. C.: Law Journal Seminar Press, 1987), pp. 1－43.

① *Hanson Trust PLC v. SCM Corp.*, 774 F. 2d 47 (2d Cir. 1985).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股权收购与公开市场认购相比的优势

与股权收购相比，公开市场认购在第一印象上似乎存在许多优势。例如，它们不会涉及复杂的法律要求，也不会像股权收购那样产生大量的成本（购买者必须考虑到公开市场认购在法律上被解释为股权收购）。股权收购的成本可能远远高于通过公开市场认购来达到控制目标公司所发生的佣金。正如前面所提到的，斯迈利（Smiley）估计，股权收购中所发生的总成本平均大约达到完成交易之后目标公司市场价值的13%。[①]

但是公开市场认购具有一个股权收购所没有的明显的缺点。在公开市场上认购股票，收购方可能在市场上难以积累到足够的股份来获得对目标公司的控制权。如果不能明确取得目标公司51%的控制权，购买者就会处于难以估量的劣势地位。股权收购的一个优势是，如果股东提供的股票达不到预期的数量，就可以不购买这些股票。处于少数股权地位的收购方可以作出如下选择：

- 对其余股份进行股权收购。在这种情况下，除了公开市场认购计划所发生的成本外，收购方还要承担股权收购费用。
- 发起代理权竞争。这是取得控制权的另外一种成本高昂的方式。不过在已经取得大量具有投票权的股份后，收购方在代理权战争中就处于有利的地位。
- 卖出所持股份。这将会给股票价格施加巨大的下降压力，并可能造成巨大的损失。

大规模的公开市场认购也很难保密。市场参与者认为大量的股票认购是认购者企图对目标公司进行收购的一个信号。然后目标公司的股票供给曲线可能就会发生变化，在某个价格水平以上股票供给曲线会变得比较陡峭。[②] 这使街道清扫变得有效而昂贵。其他股东也会知道可能要出现一个更高的价格。在这种情况下，如果没有吸引人的价格，股东们就不会卖出股票。这种门槛价格可能很快就会达到，因为相对于全部流通股来说，市场上可供应的股票比例很小，很快就会被全部收购。当股东认为收购就要发生的时候，他们有足够的动机不卖出股票以索取更高的价格。在股权收购中并不存在这种拒不合作问题，因为如果没有达到所需的股票数量，收购方并不需要购买任何股票。如果到收购的截止日所需要的股票数量仍未达到，收购方就会取消或者

① Robert Smiley, "Tender Offers, Transactions Costs and the Theory of the Firm," *Review of Economics and Statistics*, 58, 1976, 22-32.

② Lloyd R. Cohen, "Why Tender Offers? The Efficient Markets Hypothesis, the Supply of Stock and Signaling," *Journal of Legal Studies*, 19 (1), January 1990, 113-143.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延期收购。

如果收购方能够购买到一小群投资者手中的大批量股票，街道清扫就会十分有效。一旦出现购买方有针对性地对目标公司进行收购出价或者投机者抢购股票，股票就会开始集中到套利者手中。尽管套利者通常会急切地将手中股票卖出，但仅仅当价格很高时他们才会采取行动。大量股票囤积在套利者手中这一事实使得收购方能够积聚目标公司大量的股票，或者足以能够取得对目标公司的有效控制，但是收购方必须得愿意支付很高的价格。通常这些成本使得这种收购方式过于昂贵而难以实施。

套利者和收购策略

套利者是专门积累成为收购目标的公司股票的机构。一旦某项并购交易被成功实施，套利者就能从当初的购买价格和其后的收购价格的差异中获取利润。套利者还可以卖空收购方的股票来对他所做的投资进行套期保值。最著名的、或许在现实中并不出名的套利者是伊万·博斯基。他是20世纪80年代最精于此道的实践者。尽管伊万·博斯基宣称在并购套利中获得的成功来自他对交易者的判断能力，但实际上他是从诸如基德尔·皮博迪公司的马丁·西格尔这类投资银行家手中购买内部人员信息。

风险套利者的年收益率可以用式（6.3）简单表示：

$$RAR = GSS/I \times (365/IP) \tag{6.3}$$

其中，

RAR——风险套利收益率；
GSS——总的股票价格差；
I——套利者的投资额；
IP——投资期间（投资日与终止日之间的天数）。

总的股票价格差如式（6.4）所示：

$$GSS = OP - MP \tag{6.4}$$

其中，

OP——收购价格；
MP——市场价格。

例如，假定A公司以每股50美元的价格出价收购B公司，当时B公司的股票在市场上的交易价格为每股45美元。总的股票价格差为5美元。再假定交易预计将在90天内结束。如果交易结束，那么风险套利者的收益率将是：

$$\begin{aligned} RAR &= (50-45)/45 \times (365/90) \\ &= 45.1\% \end{aligned}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是一个惊人的年收益率。该领域的从业人员都希望在现实中能获得像上例那样丰厚而简单的收益率。

但当评估他们投机的那些将要成功的收购交易时，套利者不得不考虑许多风险因素。很多因素都可能造成交易的终止，这包括目标公司采取的各种防御措施，还有像得到反托拉斯部门赞同的各种管制因素。对于那些在欧洲和美国都拥有大量国际业务的企业来说，它们必须同时得到美国和欧盟的反托拉斯当局的批准。除此之外，某些交易在最终结束之前可能要经过好几个月。对那些延期完成的交易，套利者也要考虑在等待期间支付给股东的股息。

研究表明套利者通常能获得诱人的收益率。例如，杜克斯、弗罗利希和马（Dukes，Frohlich and Ma）发现他们样本中761起股权收购在1971—1985年期间的年套利收益率为220%。[①] 这一结论得到了其他研究的支持。金德拉和沃尔金（Jindra and Walking）发现，他们研究的361起现金股权收购在1971—1995年期间的年收益率超过了100%。[②]

从收购方的角度看，股票集中在套利者手中有助于收购的进行。这些股东并不忠实于目标公司，并且事实上更希望并购交易能够达成。套利者持有的股票越多，收购方就越容易买到完成交易所必须达到的股票数量。

套利与并购宣布日前后的价格向下压力

研究表明，在收购公告日前后收购方的股票价格趋于下跌，尤其是那些通过发行股票来为并购进行融资的公司。米切尔、普尔维诺和斯塔福德（Mitchell，Pulvino and Stafford）研究了1994—2000年间的2 130起并购交易，发现约有一半的股票价格下跌是因套利者的卖空行为导致的。[③] 套利者购买目标公司的股票，引起目标公司的股票价格存在着上涨的压力，而同时他们通常会卖空收购方的股票以锁定特定收益。在米切尔、普尔维诺和斯塔福德的研究中，一个很有趣的结论是，这种价格影响存在的时间较短。

代理权竞争

代理权竞争（proxy fight）是指单个或者一群股东企图利用公司投票权的

---

① William Dukes, Cheryl Frohlich, and Christopher Ma, "Risk Arbitrage in Tender Offers: Handsome Rewards—And Not For Insiders Only," *Journal of Portfolio Management*, 18, 1992, 47-55.

② Jan Jindra and Ralph Walking, "Arbitrage Spreads and the Market Pricing of Proposed Acquisitions," Working Paper, Ohio State University, 1999.

③ Mark Mitchell, Todd Pulvino, and Erik Stafford, "Price Pressure Around Mergers," *Journal of Finance*, 59 (1), February 2004, 31-63.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代理机制来取得对公司的控制权或者给公司带来其他的变化。代理权竞争是一个政治过程，其中在位者和篡位者通过包括邮件、报纸广告和电话等在内的各种方式来争取股东的投票权。在代理权竞争中，收购方可能会利用它的投票权和其他股东的支持来取得董事会和/或管理层的职权。

代理权竞争的数据

在第四次并购浪潮末期，发生代理权竞争的数量明显增加。举例来说，1987 年只有 21 起代理权竞争，1988 年上升到 36 起，1989 年达到 41 起的高峰，紧跟着 1990 年发生了 35 起（见图 6—9）。第四次并购浪潮末期，垃圾债券市场的崩溃使股权收购融资比较困难，代理权竞争的数量开始增长。和 20 世纪 90 年代初并购数量急剧下滑一样，代理权竞争的数量也在 1993 年稳步下滑并在 1994 年开始反弹。2001 年间代理权竞争的数量开始平稳上升，并自此之后一直保持着较高水平。

要掌握如何利用代理机制来取得目标公司的控制权，我们需要对公司选举过程有一个基本的了解。

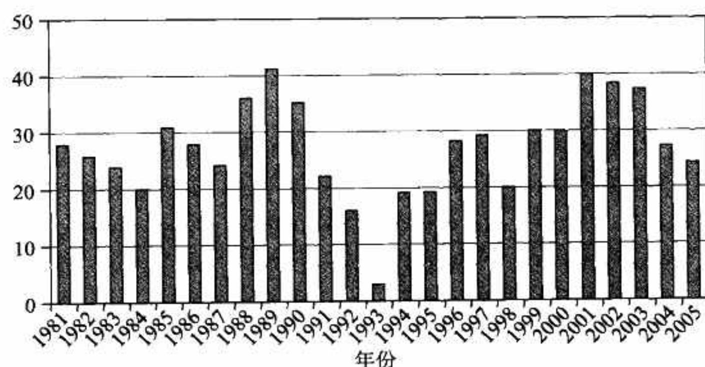


图 6—9 代理权竞争的数量，1981—2005 年

资料来源：2005 Annual Meeting Season Wrap-Up Corporate Governance，Georgeson Shareholder Communications，Inc。

公司选举

争夺董事会席位的公司选举（corporate elections）一般在年度股东大会上举行。董事会对公司极其重要，因为是由董事会选举管理层来掌管公司的日常工作。公司章程中一般规定了召开股东大会的日期和时间。大会日期一般在公司的财政年度末，这时候公司的年报和财务业绩摘要就可以提供给股东审查。美国证券交易委员会规定年报必须在年度股东大会召开之前送交股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东。由于编制年报需要一定的时间，每年的股东大会通常在公司财政年度结束之后的4～5个月举行。①

在股东选举方面，常常有相当多的股东对选举一事漠不关心。一些学者认为，向公司提供资本的股东并不需要对经营公司业务产生什么兴趣。② 他们可以采取比较容易的“以脚投票”（voting with their feet）的方式，也就是说，当公司的管理层没有按照他们的预期完成任务时，股东们就会卖掉他们手中的股票。根据这些学者的观点，相对于改变公司的行为或者夺取管理层的控制权的集体行动来说，出售股票是比较方便的选择。此外，这些学者认为，要求详细信息披露的联邦代理权法也增加了参与代理权竞争的反对群体的成本负担，从而挫伤了他们参与代理权竞争的积极性。

持股量较小的个人股东对公司的业务经营自然缺乏兴趣，因为他们只拥有公司所有权的一小部分。但是奇怪的是，大的机构投资者通常也会表现出相似的冷漠。机构投资者在股票市场上的主导地位正在不断提高。20世纪80年代末，机构投资者持有美国42.7%以上的股票。③ 21世纪机构投资者的持股比重仍在继续增长。很显然，目前任何一家公司至少一半的流通股由机构投资者持有。不过，机构投资者通常支持管理层。事实上，一些公司强迫机构投资者支持管理层来对抗夺权者。④

尽管机构投资者已经变得更加活跃，但仍有证据表明，虽然机构投资者集体行动能够产生相当大的力量，并且能够控制代理权竞争，但是它们不会经常使用这一权力。机构的投资经理的主要目标是实现其投资组合价值的最大化，考虑到这一事实，机构投资者对所投资的公司的日常经营活动不感兴趣就不足为奇了。只有当所投资的公司业绩不佳时，机构投资者才会考虑减少对该公司的投资。

机构投资者卖出所持有的大量股份会压低股票的价格。在这种情况下，机构投资者可能不得不维持自己目前的地位，从而产生巨大的动力来关注公司的经营管理。但是，机构投资者持有上百家公司的股份这一事实可能牵制了其对单个公司的积极监管。机构的投资组合中包括大量的公司，这就使它们不可能去掌握具体公司的管理。机构暂时持有公司大量股份的事实，以及具体管理投资组合的困难很好地解释了机构投资者并不积极的原因。

---

① Herbert A. Einhorn and J. William Robinson, *Shareholder Meetings* (New York: Practicing Law Institute, 1984), p. 27.

② Frank Easterbrook and Daniel Fischel, "Voting in Corporate Law," *Journal of Law and Economics*, 23, 1983, 395-427.

③ Carolyn K. Brancato and Patrick A. Gaughan, *Institutional Investors and Their Role in Capital Markets*, Columbia University Center for Law and Economics Monograph, 1988.

④ Robert Monks and Nell Minow, "Article on the Employee Benefit Research Institute Report on Proxy Voting," Institutional Shareholders Services, Washington, D. C.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代理人投票

大约80%的年度股东大会是在春季由管理层选择的某个地点召开。并不是所有感兴趣的股东都有可能参加股东大会来行使投票权，因为有可能某些股东要参加其他的会议，或者也有可能是股东分散在全球各地。通过代理权的使用，投票过程就变得比较简单。在代理权制度下，股东可以授权另外一个人担当"代理人"代替他们投票。大多数公司投票都是通过代理人进行的。

案例研究

卡尔·伊坎与德士古公司——机构投资者的作用

机构投资者持有大公司几乎一半（在很多情况下超过一半）的股份。[①]在过去几十年里，这一比例一直在平稳上升。考虑到机构投资者持有的大量股份，以及少数几个机构控制了公司大部分股权这一事实，这些机构投资者就成为代理权竞争成功与否的关键。不过，在历史上，机构投资者一直是公司管理层的忠实拥护者。一个反映这种忠实程度的例子是1988年卡尔·伊坎发起的代理权竞争失败，在这场代理权竞争中，卡尔·伊坎意在夺取德士古公司14个董事会席位中的5个席位。当时德士古公司刚刚发生了与潘佐尔公司的损失惨重的法律诉讼，正处于破产过程中。伊坎采取了包括资产出售在内的各种战略变化方式，例如出售加拿大德士古公司和美国德士古石油公司；甚至以购买者身份对德士古这家大型石油公司发起了每股60美元的股权收购，其中部分融资将通过出售德士古公司53亿美元的资产来实现。[②]

尽管卡尔·伊坎做了大量的游说工作，并且获得了领先的代理机构D.F.金公司（D. F. King）的协助，但仍然没有获得机构投资者的关键性支持。最终卡尔·伊坎以41.3%对58.7%输掉了这场战争。德士古公司获胜的关键在于，伊坎没有取得持有德士古公司大量股票的机构的支持。不过，伊坎企图取得德士古公司控制权的失败对其他股票购买者来说是有利的。通过两次发放每股8美元的特殊股息，德士古公司默认了它所受到的压力，重新调整了70亿美元的资产，包括出售德国的德士古公司和加拿大的德士古公司。这在失败的代理权竞争中似乎是一种普遍现象。在夺权者或者积极的股东对公司管理层施加压力之后，通常公司会开始采取一些引起经营方式发生变化的行动。

这次代理权竞争中有几点颇具教育意义。第一，它强调了机构可能发挥的关键作用；伊坎没有获得机构投资者的足够支持，因此输掉了这次竞争。第二，它强调了代理权竞争问题的本质；即便有最好的代理咨询，并且持有德士古公司14.9%的股票，资金充足的反对者也可能失败。不过，尽管最后失败了，伊坎还是形成了对德士古公司足够的威胁，并且实现了他所寻求的几次公司结构的调整。

① Carolyn Brancato and Patrick A. Gaughan, "The Growth of Institutional Investors in U.S. Cap-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ital Markets," The Institutional Investor Projects; Columbia University School of Law, November 1988.

② Mark Stevens, *King Icahn* (New York: Dutton, 1993), p. 254.

召集股东大会

对那些同时是目标公司股东的收购者来说，召集股东大会的能力非常重要。在目标公司中建立了一定的股权地位之后，敌意收购者可能试图撤掉原有的董事会，并选举对自已有利的董事会。这样，董事会就会批准与收购企业合并或者建立其他的关系。敌意收购者还可以利用股东大会让股东批准公司的一些行动，如取消反收购的防御策略，或者出售某些资产，并且用出售所得来支付股利等。如果下一年度的股东大会不会安排在近几个月，收购者就可以要求股东大会立即召开。是否可以召开特别的股东大会来讨论公司的并购或者新一届董事会的选举，这种规定由公司的章程决定，而公司章程内容受到现行的州立公司法的监管。大多数的州立公司法允许在一定比例的股东要求下召开股东大会。作为反收购的防御措施，一些公司有时候通过修订公司章程来限制某类股东召开特别股东大会的能力。

登记日期

公司必须通知所有在册股东（stockholders of record）进行登记以参加选举。只有那些在登记日（record date）那天以公司股票所有者身份登记在册的股东才能在选举中投票。登记日也可以用做其他用途，比如决定谁接受股利或者作为特别股东大会的参加者。登记日期非常重要，因为公司的股票交易比较活跃，股票所有者一直在变。登记日期一般不超过 60 天，但距离股东大会之日不短于 10 天。由于股票所有者的变化，登记日期指定了哪些股东可以投票。在股东大会召开之前但在登记日之后购买股票的股东不会收到参加大会的通知。如果股票是以代理的名义（street name）持有的，如经纪人公司，股东就会放弃这种参加股东大会的权利。

在代理权竞争中，登记日之后股票价格通常会下跌。[①] 这表明市场认为不能参与即将到来的代理权竞争的股票价值较低。可以推测，这反映了能够参与代理权竞争的股票投票权的部分价值。

以代理名义持有的股票

股东可能会由于多种原因而以代理的名义持有股票。经常变动投资组合的股东通常会以其经纪公司的名义持有股票，以提高证券登记速度。许多股东不想为保管股票而操心，所以把股票委托给经纪人，由经纪人以公司的名

---

① Ronald C. Lease, John J. McConnell, and Wayne E. Mikkelson, "The Market Value of Control in Publicly Held Corporations," *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, 439-472.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

义保管。如果股东是为了获得价差收益而购买股票，经纪人为了防止股票价格下跌会要求保留这些股票作为担保。如果股票价格下跌到某一水平，经纪人就会对股东进行差额提醒。如果股东不能及时提供更多的担保品，这些股票就会被卖掉。

志在取得公司控制权的收购方为了隐瞒真实身份，会希望以其经纪公司的名义持有目标公司的股票。因为一旦市场预计到即将发生的收购，股票价格就会上涨。需要记住的是，根据威廉姆斯法，如果收购方累计持有的股票达到5%的水平，它们就得向SEC注册登记。

以代理名义持有的股票大约占公司总股票的70%，其中30%的股票以经纪公司的名义持有，而其余40%以银行委托的名义持有。[①] 通常股东不会向经纪人发出投票指令。但是如果出现了股东发出投票指令的情况，经纪人一般会选择投票支持管理层提议的董事。平均来说，对于一次股东大会，经纪人可以控制大约1/4的投票权。目前已有呼声要求立法禁止经纪人在没有收到特定指令的情况下进行投票。2006年人们向纽约证券交易所提出了撤销“经纪人投票惯例”的建议，但是这类建议没有获得通过。

实物交换不是股票出售和购买的运作方式。大多数经纪公司并不持有委托人的股票，而是交由寄存机构（depository）保管。美国最大的股票寄存机构是位于纽约市的寄存信托公司（Depository Trust Company）。当股票由寄存机构保管时，通常就以寄存机构的名义出现。尽管股票发行公司能够从寄存机构获得股票持有者的姓名，但这个名单不一定正确。寄存机构会显示这些股票的代理人名单，但这并不能表明究竟谁是股票的真正所有者。近年来相关部门做了很多努力，要求寄存机构所列的名单尽可能地反映公司股票的真实所有者。

代理权竞争的不同类型

有代表性的代理权竞争主要有两种：

1. 董事会席位竞争。股东中的反对派可能会利用这种方式来撤换管理层。如果反对派中的股东被选为董事会成员，他们就会利用权力撤掉原来的管理层，重新安排管理层队伍。近年来，那些认为自己不能取得董事会席位的反对派股东试图通过发起运动，组织其他股东保留投票以表示反对。在迪士尼公司的董事会选举中，大部分股东保留了投票，反对高薪聘用CEO迈克尔·艾斯纳（Michael Eisner）。

2. 对管理层提议的竞争。这些提议关系到对并购的批准。管理层可能会反对并购，而反对派股东可能赞成并购。其他引起竞争的提议可能是对公司

---

① James Heard and Howard Sherman, *Conflicts of Interest in the Proxy System* (Washington, D. C.: Investor Responsibility Research Center, 1987), p. 74.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章程中反收购措施的修订。管理层可能赞同修订公司章程，而反对者则认为修订会引起股票价格下降和/或降低被收购的可能性，因而会反对这类提议。

代理权竞争的监管

代理权竞争受美国证券交易委员会的监管。美国证券交易委员会的工作人员对整个过程进行监控以确保参与者遵守代理权监管规定。代理权竞争要根据《1934年证券交易法》第14（a）节规定发起，并需完成14A表设定的信息披露。所有用来影响竞争结果的材料都需事先提交给美国证券交易委员会的检查人员，包括报纸广告、邮寄给股东的材料和相关的新闻发布等。如果检查人员发现某些材料具有争议，他们会要求重新披露这些信息或者增加其他信息披露。

与通常见到的证券申报材料相比，代理权竞争提议中的措辞更加直接与激昂。[①] 美国证券交易委员会允许双方以这种方式向各自的股东传递信息。根据证券交易法第14a—7条的规定，公司需要提供股东名单，以便持不同意见者能够与公司股东直接进行交流。

美国证券交易委员会规定，在发起代理权竞争时要提交14A表。该表中的第14项规定了在需要投票赞成合并，出售实质性资产，或清算、解散公司时，代理权声明中必须包括的具体信息。在并购中，需要披露的信息包括交易的条款、原因以及交易的会计处理和税务处理结果，还包括财务报表、遵守相关的州和联邦法规的申明。公平意见和其他的相关文件也必须包括在内。

为了阻止反对者利用代理权竞争，公司有时会申请美国证券交易委员会允许其发布“不行动”（no action）信件。不行动信件表明公司管理层不接受股东的提议。证券交易法14（a）8节授权美国证券交易委员会可以批准公司的申请。如果能够证明反对者的提议显然并不是为了其他股东的利益，而只是为了反对者个人的利益，或者提议是用来表达股东个人的不平，美国证券交易委员会就会同意公司发布这种信件。

代理权竞争：从反对者的角度看

在代理权竞争中，反对者试图获得足够的投票支持，这样就可以选出新的董事会成员来取代现任董事会，最终夺取目标公司的控制权。以下因素提高了代理权竞争成功的可能性：

- 管理层得不到足够的投票支持。管理层一般依靠一定比例的投票权来支持其地位，其中部分投票权可以通过管理层自己持有的股

---

① Edward Shea, *The McGraw-Hill Guide to Acquiring and Divesting Businesses* (New York: 1999), pp. 335 - 336.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票来执行。前面曾经提到，管理层通常可以得到那些没有接到股东的特定指令的经纪人的投票支持。但是，如果管理层得不到大量的具有投票权的股东的明显支持，管理层和董事会在代理权竞争中就很容易受到攻击。

- 经营业绩欠佳。公司的近期业绩表现越差，其他股东投票赞成改变控制权的可能性越大。如果公司经营业绩连续下滑，并且历史股利派发记录较差，股东就更有可能支持反对者发起代理权竞争，改变公司的经营方式。
- 可行的经营计划替代方案。反对者必须能够提出其他股东认为能够扭转公司下滑趋势的改革方案。这种方案可能是出售资产，并将出售所得以更高的股利形式支付给股东。另一种可行方案是清除反收购障碍，接受外部收购者的计划将公司出售。

目标公司的规模和代理权竞争的成功

公司的资本市值越小，反对者控制足以影响（如果不控制的话）代理权竞争结果的股票数量的难度就越小，成本就越低。对于大型公司来说，这可能就困难得多。时代华纳公司（前身是美国在线-时代华纳公司）就是其中的一个例子。2006 年 1 月时代华纳公司的资本市值超过了 830 亿美元。即使控制该公司 10％的流通股份也需要近 80 亿美元。在 2005 年和 2006 年，卡尔·伊坎和其他一些机构投资者囤积了时代华纳公司超过 3％的股份。伊坎和美国在线前总裁史蒂夫·凯斯都游说时代华纳公司不要再做其他的扩张交易，比如兼并互联网行业的谷歌公司（Google）或者向谷歌公司进行创业投资，而是要严肃地考虑将自身分解成几个部门。具有讽刺意味的是，凯斯曾经是推动美国在线-时代华纳公司合并的主要人物之一，数年之后他又开始游说市场分解当初他帮助形成的合并公司。2006 年初，伊坎结束了他的代理权竞争，让时代华纳公司同意分解的提议没有成功。但是伊坎施加的强大压力迫使公司采纳了他的许多建议。不过，很显然，时代华纳公司的资本市值规模保护了其管理层，以至像伊坎这样态度坚决的敌人也难以攻破。

相比小型公司，拥有高资本市值的公司较难受到代理权竞争的威胁。而对于前者，一个反对者，比如对冲基金，在不动用太多的资金的同时就能够控制其较大比例的股份。如果事实果真如此，大型公司的管理层就没有必要积极应对反对者所施加的压力。

股东行动的有效性

1989 年，庞德考察了几起股东反对管理层的反收购提议的事件，研究了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东行动的有效性。在分析了发生在20世纪80年代的16起代理权竞争样本中的股东行为后，庞德得出了如下结论：[①]

- 不成功的反对行动多于成功的反对行动。在庞德的样本中，当时反对行动的成功率只有25%。
- 当股东赞同竞争性提议时，公司股票的市场净值平均下降了6%。股票价格的变化范围在23%～230%之间。庞德发现，当公司章程修订失败时，公司股票的价格上升了。
- 庞德关注的大多数反对行动意在直接夺取公司的控制权。在他的样本中，16起反对行动中有8起是反对者直接出价夺取公司的控制权。在另外7起中，反对者购买了公司的大量股份。只有1起行动没有夺取公司控制权的意图。

案例研究

托齐马克公司对抗美国通用保险公司

反对者可能仍会在失败的代理权竞争中达到自己的部分目标。激烈的控制权争夺战使公司可能不得不改变经营方式或者甚至出售公司。1990年对美国通用保险公司的代理权争夺战就是这样一种情况。托齐马克公司（Torchmark Corporation）企图在美国通用保险公司由15个成员组成的董事会中安排5个新成员。托齐马克公司是一家位于亚拉巴马州伯明翰市的小保险公司，其规模约为美国通用保险公司的1/6。托齐马克公司认为，与自己相比，美国通用保险公司的业绩表现更糟糕。就像通常的代理权竞争那样，托齐马克公司在主要的金融媒体上刊登了整版广告，从而发起了这场富有争议的战役。《纽约时报》上的广告列举了托齐马克公司相对较高的股利、股票价格、每股收益和净资产收益率等增长率。尽管托齐马克公司曾经想收购美国通用保险公司，但最后美国通用保险公司取得了代理权竞争的胜利。美国通用保险公司的成功部分归功于机构投资者的支持，它们控制了美国通用保险公司近70%的股权。[①]

不过，机构对美国通用保险公司较差的经营业绩很失望。为了应对各种批评，美国通用保险公司的管理层宣布将季度股息由每股0.39美元提高到0.8美元。在1990年5月的庆功年度大会上，首席执行官哈罗德·胡克（Harold Hook）宣布，由于较低的股价（在大会前约为每股40美元）造成公司很容易受到敌意收购者的攻击，所以公司即将被出售。如本章前文所述，美国通用保险公司最后被AIG所收购。

① Michael Allen and Randall Smith, "Sale of American General Sought in Spite of Vote," *Wall Street Journal*, May 3, 1990, p. A3.

---

① John Pound, "Shareholder Activism and Share Values," *Journal of Law and Economics* (October 1989), pp. 357－379; also in Patrick A. Gaughan, ed., *Readings in Mergers and Acquisitions* (Boston: Basil Blackwell, 1994), pp. 235－254.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代理权竞争的过程

将代理权竞争过程分解成以下几个独立的步骤，理解起来就比较容易。

第一步：开始代理权竞争。一般由试图改变公司控制权的收购者以股东的身份在即将到来的股东大会上发起代理权竞争。反对派股东也有权召开特别大会，正式考虑替换现有的管理层。代理权竞争还可能是由管理层想采取某些重大措施的提议所导致，比如出售企业或者实施某些反收购防御措施。

第二步：劝诱过程。在股东大会召开之前，反对派股东会联系其他股东，试图说服他们投票反对管理层中的董事会候选人，或者投票赞成某项并购，或者反对某些反收购条款的修订。联系股东一事通常由反对派股东所雇用的代理法律顾问处理。管理层可能一直都雇用某一家代理法律顾问，如果代理权竞争特别复杂，管理层就会选择雇用其他代理公司。这些代理公司拥有根据各种来源编制的股东名单，它们会派出一批员工不断向这些股东打电话，向他们游说其所代理的顾客的优势。然后将相关资料分发给股票的受益人。寄存机构也会向股票发行公司提供一份股东名单以及他们的股份持有清单。

股票发行公司将会尽力直接与股票的受益人进行交易。反对派股东可以要求与公司共享这份信息，以使各利益相关群体处在公平的地位。如果股票是以银行和信托公司的名义登记的，这些机构拥有的股份就不一定有投票权。经过授权，银行可能拥有对所有事项的投票权，也可能拥有对部分事项的投票权，也可能根本就没有投票权。投票权也可以是这样安排的：银行可能对小事情有投票权，但对于像并购这样的大事就必须与股票的真正所有人协商投票。

正如前面所提到，当股票以经纪公司的名义持有时，经纪公司可能有也可能没有投票权。经纪公司是否拥有投票权由股票交易法和证券交易规则决定。如果经纪公司不是托管人，它们就必须得到股东的投票指令。通常，如果在股东大会前 15 天内还没有收到股东的指令，经纪公司就可以进行投票（假设经纪公司在大会之前 25 天已经试图联系过股东）。在控制权争夺中，或者存在持不同意见或候选人的反对股东时，如果没有接到受益股东的指令，经纪公司也不可以投票。受益股东是对法律意义上的证券所有者的广义定义。受益股东通常是登记日列在股票转让单上的股票所有者，拥有所持股票的最终处理权。

为了加快劝诱过程，经纪公司会从各个代理人处收集并列出投票权清单，同时向主要的代理人递交反映其不同客户的联合投票权的总结。

第三步：投票过程。在取得代理之后，股东就将他们的投票权转交给指定的收集者，如经纪公司。然后这些投票权被移交给代理人员，并由代理人员进行列表。

经纪公司或者银行会不断地计算收到的投票权，并在公司大会即将召开之前提交结果。当投票权移交给股票发行公司时，公司会指定专业人员负责统计。投票检查员会经常监督统计过程并确保它的精确性。整个过程发生在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时候被人们称为"蛇窖"（snake pit）的地方。在代理权竞争的整个投票统计过程中，发行公司和反对股东都会派出自己的代理顾问，由他们协助保证自己的利益得到了公平对待。代理顾问会警惕任何值得怀疑的代理问题，并且会对这些问题提出进一步的质疑。

如果同一股份被用来进行了不止一次的投票或者没有投票授权，该项代理就会受到质疑。在提交的股份进行了不止一次的投票的情况下，通常会选择最近一次的投票作为有效投票。在投票过程中出现的重大矛盾通常会引起法律诉讼，一般是代理权竞争中的败方提出诉讼，要求判定选举过程无效。

投票权分析[①]

股东的投票权可以分为以下几类：

- 由反对者及对管理层不利的股东控制的股票。这是支持反对者的核心力量。这个群体掌握的股票数量越多，代理权竞争成功的可能性就越大。
- 由董事会、部门经理和员工持股计划所控制的股份。这类股票代表了支持管理层的核心力量。董事会和部门经理肯定会投票支持管理层。员工持股计划所持有的股份往往也会支持管理层，因为员工们考虑到控制权的改变可能意味着被解雇。在 1990 年 NL 产业公司的哈罗德·西蒙斯与洛克希德公司之间的代理权竞争中，西蒙斯失败的部分原因在于，洛克希德公司在 1989 年建立了员工持股计划，这部分持有的股份达到了公司总股份的 18.91%。[②]
- 由机构控制的股份。正如前面所提到的，大机构控制了股票市场；迄今为止，它们是最大的股东群体。历史上机构投资者通常都不积极，并且一般会投票支持管理层。但是目前这种情况开始发生转变，为了最大化它们所持股份的价值，机构投资者开始变得越来越积极，对管理层施加了越来越多的压力。如果可以使机构投资者相信，控制权的改变可以大幅度地提高股票价值，那么它们将会投票支持反对者。
- 由经纪公司控制的股份。某些股票交易所，如纽约证券交易所和美国证券交易所制定了规则，不允许经纪公司在没有收到股票所有者投票指令的情况下以自己的名义代表股东投票，对并购或者反收购条款修订这类重大事件的投票也必须得到股票所有者的指令。

---

① 该节改编自 Morris J. Kramer, "Corporate Control Techniques: Insurgent Considerations." 选自 James W. Robinson, ed., *Shareholders Meetings and Shareholder Control in Today's Securities Market* (New York: Practicing Law Institute, 1985)。

② Rick Wartzman and Karen Blumenthal, "Lockheed Wins Proxy Battle with Simmons," *Wall Street Journal*, April 11, 1990, p. A3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量的股票往往以代理的名义持有。不过，在代理权竞争中，经纪公司一般并不会积极投票。因为经纪公司需要保护投票指令，并且经纪公司的目标之一是实现佣金和投资组合价值的最大化。在代理权竞争中投票也许并不能在可预见的未来带来回报。公司把选举材料送交经纪公司，并认为经纪公司接下来会把这些材料送交股票的实际所有者。从 1986 年开始，股票发行公司可以向经纪公司索取股东的姓名与住址，然后将材料直接递交给股票所有者。除非股东要求保密，否则经纪公司可以提供股东的姓名与住址。

● 由个人控制的股份。由于很多上市公司都拥有较大的股权基数，由个人控制的股权比例可能不高。不过在某些情况下，个人股东可能会非常重要。个人股东往往投票支持管理层。在一些案例中，获得大部分个人股东的支持可能是进行股权收购的关键所在。例如，在大众银行财务股份公司（Financial General Bankshares, Inc.）的代理权竞争中，大股东卡迈尔·阿汉（Kamal Adham）游说其他个人股东支持一家由他和其他人员拥有的公司对大众财务公司的收购。[①] 最终阿汉在代理权竞争中失败。不过，后来大众财务公司经过一番仔细考虑后接受了一项并购计划。

案例研究

哈罗德·西蒙斯对抗洛克希德

第四次并购浪潮末期，投资者哈罗德·西蒙斯和洛克希德公司之间发生了一场代理权争夺战。通过他的 NL 产业公司，西蒙斯发起了争夺洛克希德公司控制权的代理权竞争。位于休斯敦的 NL 产业公司持有洛克希德公司 19%的股份，利用该公司西蒙斯任命了洛克希德公司的董事，并向股东提议，要求取消部分反收购防御措施，如洛克希德公司的毒丸计划。洛克希德公司的毒丸计划在某个股东持有的股份超过 20%时就开始生效。[①]不过，在这个案例中，西蒙斯没有能够说服足够多的机构投资者投票赞同他提出的董事任命和提议。出于在股东权利问题上对反对者的调和姿态，管理层同意采取措施使洛克希德公司的选举过程不受特拉华州反收购法的约束。此外，为了应对来自机构投资者的压力，管理层同意秘密地进行股东投票。[②]

① Randall Smith and David Hilder, "Raiders Shorn of Junk Gird for Proxy Fights," *Wall Street Journal*, March 7, 1990, p. C1.

② Wartzman and Blumenthal, "Lockheed Wins Proxy Battle with Simmons," *Wall Street Journal*, April 11, 1990, p. A3.

① "NLT Holders Reject by 5-3 Margin a Plan to Create Group to Study Acquisition Bids," *Wall Street Journal*, May 13, 1982, p. 6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代理权竞争的成本

相对于股权收购来说，代理权竞争可能是一种比较便宜的选择。股权收购比较昂贵，因为他们需要支付可能高达50%的溢价购买所有流通股。在股权收购中，如果最终没有取得成功，收购方一般会直接卖出所拥有的股票。如果没有合适的购买者，如与其竞争的出价者或者目标公司，收购方就会遭受损失。不过，股票出售可以是收购方收回部分股权收购成本的一种方法。虽然代理权竞争不会像股权收购那样需要动用大量资金，但也有可能发生较高的成本，并且代理权竞争中的失败者没有弥补损失的途径。如果代理权竞争没有成功，为进行代理权竞争而发生的成本通常不可挽回。不过，在极少数情况下，反对者可以从公司中挽回他们的成本损失。

代理权竞争主要有如下几类成本：

- 专家费用。专家队伍对于执行一个成功的代理权竞争来说非常必要。这支队伍通常包括代理顾问、投资银行和律师。公司越大，代理权问题越有争议，所需的专业人士就越多，相关费用也就越大。
- 印刷、邮寄成本和“沟通”成本。代理权的相关材料必须印刷出来并送交给股东。代理顾问公司会安排人员与股东直接电话联系。《华尔街日报》上还会刊登整版广告对此进行补充，如洛克希德公司的首席执行官刊登了关于董事会反对哈罗德·西蒙斯的代理权竞争的广告（见图6—10）。公司还必须支付经纪公司向股东递送代理权材料的相关成本。在大型代理权竞争中，公司必须雇用代理顾问协助完成代理权竞争过程，如雇用乔治森或谢尔赫尔德斯(Georgeson/Shareholders）等著名的代理顾问公司。
- 诉讼成本。与股权收购一样，代理权竞争也会频繁地发生法律诉讼，引起双方都需支付高额的法律费用。举例来说，反对者可能必须提出诉讼，要求获得股东名单。公司会支付管理层的法律费用，而反对者的法律费用则由自己支付。在这一点上，管理层占有优势。
- 其他费用。还有与投票过程相关的其他各种费用，如统计费用。统计工作可以由发行公司、公司的代理机构或者专门为公司选举进行统计的公司负责。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Lockheed Shareholders:

IMPORTANT INFORMATION ABOUT YOUR INVESTMENT

(Part One)

Harold Simmons is a Texas investor who to our knowledge has no experience in the management of an aerospace company. NL Industries, Inc., a company he controls, has launched a proxy fight to replace your Board of Directors with its nominees, including Mr. Simmons. NL Industries is seeking to take control of your company without making an offer to acquire it or announcing any specific plans. Your Board of Directors opposes the election of Harold Simmons and his slate to Lockheed's Board because we believe it would be contrary to the interests of Lockheed shareholders.

Your Board of Directors is committed to taking any and all steps necessary to protect and enhance the value of all shareholders' investment in Lockheed.

We will be communicating with you shortly with additional information about Mr. Simmons and his associates as well as about your company's plans and progress, and we will be providing you with a revised BLUE Proxy Card. We urge you not to sign any proxy card you may receive from Mr. Simmons and his associates. Please sign, date, and return your new BLUE Proxy Card when you receive it!

We think it important, however, for you to be immediately aware of a few facts about Mr. Simmons and his associates:

- Many of those NL Industries has named to its slate have been promised $20,000 each if they are not elected and they are, we believe, personal friends or business associates of Mr. Simmons. None of these nominees has any direct personal investment in Lockheed.
- According to his 13D filings with the Securities and Exchange Commission, Mr. Simmons, who was found by a court to have violated his fiduciary duties under Federal Retirement Law (ERISA) and has been enjoined from further violations until 1992, is currently under investigation by the Securities and Exchange Commission regarding trading in the securities of Lockheed and another company.
- NL Industries has indicated that it intends to propose a shareholder resolution recommending that the Board terminate the company's Shareholder Rights Plan. According to Simmons' public filings, NL's indicated interest in making this proposal is so that it can continue buying Lockheed stock in excess of 20%. The Rights Plan, while restricting certain changes in control without Board approval, is designed in part to protect against the acquisition of control in the marketplace by any shareholder without paying a full and fair price for that right. We oppose NL's proposal because we believe that control of the company rests with ALL the shareholders and that you should reap an economic benefit from any transfer of control through stock acquisitions by anyone. Accordingly, your Board of Directors strongly recommends that you vote AGAINST any proposal NL Industries may make to recommend termination of the Rights Plan.

You, our shareholders, are the owners of Lockheed. We are keenly aware of our fiduciary obligations to you.

1989 was a transition year for Lockheed and your Board of Directors and management are moving aggressively to maximize shareholder value. We will continue to keep you informed of significant developments concerning your investment in Lockheed.

On behalf of your Board of Directors,

Daniel M. Tellep
Chairman of the Board
and Chief Executive Officer

IMPORTANT

If your shares are held in "Street-Name," only your broker or banker can vote your shares and only upon receipt of your specific instructions. Please contact the person responsible for your account and instruct that individual to vote the new BLUE Proxy Card on your behalf in accordance with your Board's recommendations.

If you have any questions or need further assistance, please call our proxy solicitor, GEORGESON & COMPANY INC., at 1-800-223-2064.

图 6—10 洛克希德公司在《华尔街日报》上对股东所做的公告

资料来源：经洛克希德公司同意后复印。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代理权竞争对股东财富的影响

早期的研究

多德和沃纳（Dodd and Warner）对纽约证券交易所和美国证券交易所 96 起争夺公司董事会席位的代理权竞争进行了研究。① 关于代理权竞争对股东投资价值的影响，他们的研究揭示了大量的有趣的现象。研究表明，代理权竞争引起了股票价格的上涨。多德和沃纳发现，在包括代理权竞争宣告日在内的前 40 天内，公司股票的价格上涨了 10.5%。基于这些结果，多德和沃纳得出结论，代理权竞争导致了公司价值的提升，因为它们有助于促进资源流向更有价值的用途。

多德和沃纳的结论随后被哈米吉·迪安杰洛（Hamj DeAngelo）和琳达·迪安杰洛（Linda DeAngelo）的研究所证实。② 在一项对 60 起争夺董事会席位的代理权竞争的研究中，哈米吉和琳达发现，在公布了反对股东的行动之后，股东收益在两天内平均增长了 4.85%，在 40 天内增长了 18.75%，这一时间跨度与多德和沃纳研究的时间跨度正好相等。哈米吉和琳达还发现，股东新增的收益来自反对股东的行动所导致的公司出售或清算。

哈米吉和琳达试图通过监测代理权竞争 3 年后公司的状况来跟踪股东收益的来源。3 年后，不到 20%的公司仍旧保持独立，并且由原管理层管理。在很多公司，首席执行官或者总裁辞去了职务。除此之外，在他们研究的 60 家公司中，有 15 家公司最后被出售或者清算。哈米吉和琳达由此得出结论，从代理权竞争中获得的很多收益与并购行为相关。一些代理权竞争导致公司最后被出售，从而使股东获得了收购溢价。本章后面部分将对这些内容进行深入讨论。

近期的研究

波斯泰德和斯维伦（Borstadt and Swirlein）研究了 1962—1986 年间在纽约证券交易所和美国证券交易所上市的 142 家公司。③ 发现在这一期间反对股东的成功率是 42%；竞争期间股东实现了刚好超过 11%的收益率。除了伊肯伯里和拉格尼沙克（Ikenberry and Lakonishok）在一项研究中发现代理权竞争对股东财富产生了负面影响外，该领域其他的大量研究都得出了与之一致的结论，即代理权竞争对股东财富产生正面影响。④

---

① Peter Dodd and Jerrold Warner, "On Corporate Government: A Study of Proxy Contests," *Journal of Financial Economics*, 11 (1-4), April 1983, 401-438.

② Hamj DeAngelo and Linda DeAngelo, "The Role of Proxy Contests in the Governance of Publicly Held Companies," *Journal of Financial Economics*, June 1989, 29-60.

③ Lisa Borstadt and T. J. Swirlein, "The Efficient Monitoring of Proxy Contests: An Empirical Analysis of Post-Contest Control Changes and Firm Performance," *Journal of Financial Management*, 21, Autumn 1992, 22-34.

④ David Ikenberry and Josef Lakonishok, "Corporate Governance Through the Proxy Contest: Evidence and Implications," *Journal of Business*, 66, July 1993, 405-433.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代理权竞争对股东财富产生了正面影响这一前期研究得出的结论进一步得到了近期更多的研究的证实。在一项对1979—1994年发生的270起代理权竞争的大型研究中，马尔赫林和波尔森（Mulherin and Poulsen）发现，代理权竞争有助于创造股东价值。[①] 马尔赫林和波尔森把这种收益来源主要归结于发生在竞争期间的公司收购。不过，即使公司没有被收购，只要管理层发生了变化，股东甚至也可以实现收益。马尔赫林和波尔森发现，新管理层一般会对公司进行重组，这也能创造价值。不管是哪种方式，代理权竞争都有助于撤掉业绩不佳的管理层，从而提高股东价值。

股东投票权的价值

多德和沃纳的研究也考察了股东投票权的价值。他们试图检验最早由曼尼（Manne）提出的假说，即代理权竞争中正的股票价格效应会导致股东投票权的价值提升。[②] 在代理权竞争中游说股东支持的参与者看到了这一价值。如果这些股票价格的增长部分是由于他们的努力所致，那么，在登记日之后股票价格就会下滑。因为在登记日之后购买的股票仅在规定的有限条件下才拥有投票权。在42起有明确登记日的竞争案例中，多德和沃纳发现了股票价格的反向变化，这支持了曼尼的投票权假说。

反对者以及反对战的本质

研究表明，反对者一般是目标公司的前任管理层，或者是那些在目标公司的经营领域有经验的人。多德和沃纳的研究发现，只有一小部分代理权竞争涉及外部实体与目标公司之间的矛盾。几乎一半的代理权竞争是由前任内部人员发起的，这些前任内部人员是因为存在政策争执或者其他分歧而离开公司的。哈米吉·迪安杰洛和琳达·迪安杰洛发现，在他们的样本中，几乎50%的反对者领袖在目标公司的业务上有经验。几乎1/3的案例中，反对者领袖曾经受雇于目标公司。

代理权竞争的长期影响

哈米吉·迪安杰洛和琳达·迪安杰洛发现，在他们的样本中有1/3的反对者获得了成功，另外1/3的公司在代理权竞争后的3年内更换了高层管理者，而且大部分的更换发生在第一年。除此之外，哈米吉和琳达发现，只有20%

① J. Harold Mulherin and Annette B. Poulsen, "Proxy Contests and Corporate Change: Implications for Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 47, 1998, 279-313.

② Henry Manne, "The Higher Criticism of the Corporation," *Columbia Law Review*, 62, 1962, 399-432.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的样本公司在代理权竞争后仍保持独立并由原管理层经营。事实上，有1/4的公司在代理权竞争结束后不久就被出售或者清算了。

哈米吉·迪安杰洛和琳达·迪安杰洛得出的研究结论之一是，一旦开始了代理权竞争，公司就很难保持独立性，而且很可能遭受重大的变革。通常代理权竞争会引起公司管理结构的变化。

在股权收购或者代理权竞争中进行选择的决定因素

斯瑞德哈伦和里因安纳姆（Sridharan and Reinganum）的一项研究试图说明为什么在一些案例中发生了股权收购，而在另一些案例中是代理权竞争。① 他们研究了一个包括79起股权收购和38起代理权竞争的样本，发现公司在股票市场表现较差和资产收益率较低时更容易发生代理权竞争。不过，代理权竞争通常与管理低效相关。资本结构似乎也是一个重要原因，因为低杠杆资本结构的公司更容易成为股权收购的目标。斯瑞德哈伦和里因安纳姆由此推断，资本结构中的股权资本越多，可收购的股份就越多。斯瑞德哈伦和里因安纳姆还发现，一般情况下，发生代理权竞争的目标公司的盈利能力要低于股权收购的目标公司。在代理权竞争中，目标公司较差的业绩使反对者能够更加强烈地要求更换管理层及实施其他变革。

发生代理权竞争的目标公司业绩较差这一结论还被伊肯伯里和拉格尼沙克所证实，在一个由97起选举竞争组成的样本中，伊肯伯里和拉格尼沙克发现，“在代理权竞争公告日之前出现了负的超常收益率和恶化的经营业绩”②。

代理权竞争与股权收购的结合

有时候代理权竞争和股权收购会被结合运用。一个经典的案例发生在1986年5月1日，当时阿舍·埃德尔曼（Asher Edelman）出价收购弗吕霍夫公司（Fruehauf）。已经购有弗吕霍夫公司5%的股权的埃德尔曼想控制整个公司。他向弗吕霍夫公司董事会提出了收购建议，但遭到了拒绝。于是，埃德尔曼增持股份到9.5%，并将收购价格提高到每股42美元。③ 在年度股东大会上，埃德尔曼还发起了代理权竞争，他提议任命自己的董事，这些董事当然会赞成他的收购计划。最后埃德尔曼在代理权竞争中失败，但随后他以每股44美元的价格正式提出了股权收购。

与股权收购联合使用，代理权竞争可能是一个有效的辅助工具。敌意收

---

① Una Sridharan and M. R. Reinganum, “Determinants of the Choice of Hostile Takeover Mechanism: An Empirical Analysis of Takeovers and Proxy Contests,” *Financial Management*, 24, Spring 1995, 57-67.

② Ikenberry and Lakonishok, “Corporate Governance Through the Proxy Contest: Evidence and Implications,” p. 405.

③ John Bussey, “Edelman Plans $44-a-Share Bid for Fruehauf,” *Wall Street Journal*, June 12, 1986, p. 12.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购者可以利用代理权竞争来影响股东支持取消目标公司反收购防御措施的提议。例如，利用代理权竞争，收购者可以使目标公司解除毒丸计划或者其他反收购防御措施，随后采取更有效的股权收购。购买者和/或反对者可接受的另一种选择是，使目标公司同意在不受现行州立反收购法的约束下投票。

案例研究

IBM公司与莲花公司

IBM公司对莲花公司（Lotus Development Corporation）的成功收购是一起典型的股权收购案例。这起敌意收购发生在第五次并购浪潮中，主要采取了股权融资方式，这与第四次并购浪潮中普遍采取债务融资进行的现金收购方式不同。1995年6月6日，一直比较保守的IBM公司发起了每股60美元总额达33亿美元的现金股权收购。IBM公司的积极出价导致收购获得了快速成功，这与第四次并购浪潮中一些持续了很长时间的收购战形成了反差。快速收购成功对这次交易来说特别重要，因为莲花公司的大部分资产是技术人员及有价值的软件，而不是实物资产。敌意竞争可能意味着核心员工的流失。而担心程序员及其他人力资源流失是20世纪80年代软件行业几乎没有收购发生的一个原因。

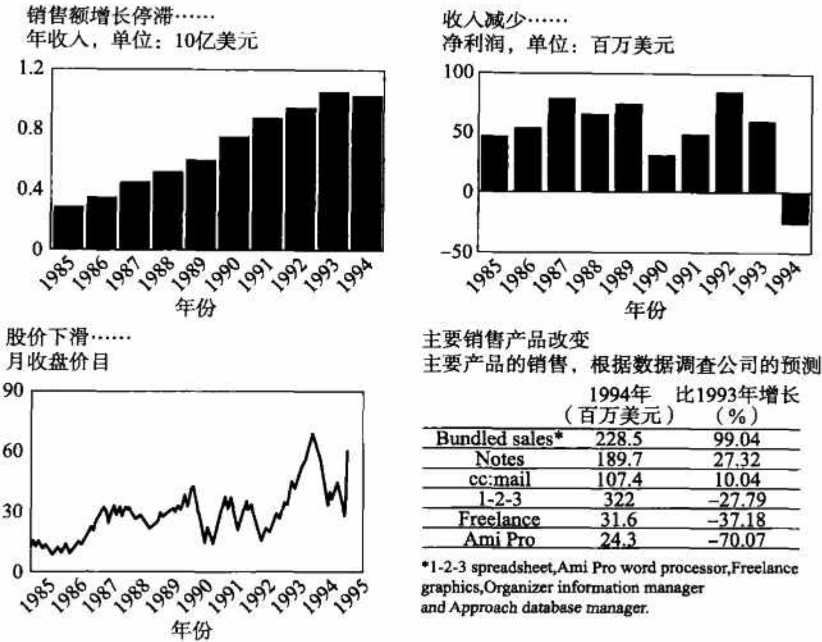
在与莲花公司谈判了好几个月没有取得结果之后，IBM公司吸取了20世纪80年代的教训，改变了收购速度与技巧，明智地选择了90年代早期发展出来的新技巧。IBM公司考虑进行友好交易，并打算一开始使用熊式拥抱，但没想到莲花公司总裁詹姆斯·曼兹（James Manzi）寻找白衣骑士而放弃了这个计划。最后，IBM公司报出了每股60美元的收购高价，这比前一次每股30美元的报价高出100%的溢价。相对于莲花公司的缓慢增长（见图A），这个出价是很有诱惑力的。IBM公司考虑到员工流失问题，于是施高价收购以避免出现其他收购者，高价购买也使得管理层很难拒绝。全部现金收购则避免了融资过程可能带来的延误。

担心核心员工流失，但相关法律限制收购者与目标公司的员工直接联系，IBM采用了对这一行业特别有效的一些新方法，将收购信息包括IBM总裁路易斯·郭士纳（Louis Gerstner）寄给莲花公司总裁曼兹的一封信放在网上。IBM公司还安排莲花公司的前任管理人员与现任管理层联系以“摸清他们的态度”。

随着第五次浪潮中并购数量的增长，与日益增长的股权收购相比，代理权竞争的重要性有所下降。作为一种在某些环境下用于实现特定目标的工具，代理权竞争仍旧发挥着最传统的作用。

IBM公司的法律团队还准备发起诉讼使莲花公司废除毒丸计划。如果其他方法不成功，IBM公司还可以利用莲花公司章程附则中允许对股东直接收购的条款。相对于全现金高价收购来说，公关战役和法律手段都是第二选择，在莲花公司接受35.3亿美元的收购计划前，IBM公司已经把收购价格提高到每股64美元，这在当时是历史上最大的一笔计算机软件公司交易。它还是IBM公司适应市场变化实施业务转型的一步。完成收购之后，IBM公司得到了有价值的软件产品，填补了它的业务空白（见图B）。2005年，IBM公司采取了转型过程中的另一重大举措，将个人电脑业务卖给了联想集团，而它曾经是个人电脑的创始者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	1994年（百万美元）	比1993年增长（%）
Bundled sales*	228.5	99.04
Notes	189.7	27.32
cc:mail	107.4	10.04
1-2-3	322	-27.79
Freelance	31.6	-37.18
Ami Pro	24.3	-70.07

*1-2-3 spreadsheet,Ami Pro word processor,Freelance graphics,Organizer information manager and Approach database manager.

图 A　莲花公司的发展

软件前景

以 35.2 亿美元收购莲花公司使 IBM 的个人电脑软件业务看上去更像微软公司。在两个主要产品领域，IBM 与微软公司的竞争仍旧很激烈。

	微软	IBM	莲花
操作系统	MS-DOS 和 Windows	IBM-DOS 和 OS/2	—
应用软件	Microsoft Office	—	Lotus SmartSuite
通信软件	Microsoft Network Microsoft Exchange (开发中)	OS/2 的接入网络 对 Prodigy50%的所有权	Lotus Notes (独立运行并基于 AT&T 网络平台)

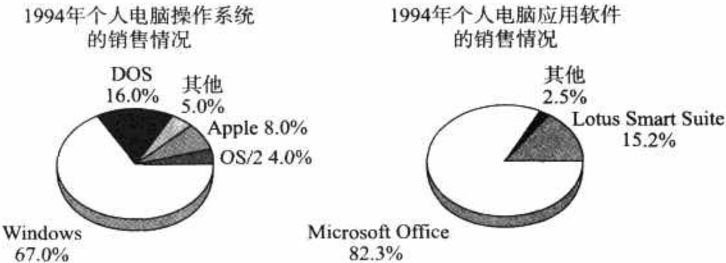


图 B　IBM 公司与莲花公司的行业地位

资料来源：International Data Corp。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小 结

本章讨论了敌意收购中可供选择的几种主要方式：熊式拥抱、股权收购和代理权竞争。熊式拥抱是直接向目标公司董事会提出收购。熊式拥抱对董事会施加了压力，因为它带有这样一种暗示：如果收购建议不被接受，购买者接下来就会实施股权收购。股权收购有几种变化形式，比如全部现金股权收购和两阶段股权收购。股权收购的有效性会随着时间而变化，因为企业会不断开发出更好的防御措施，并且收购方的融资渠道也可能会发生变化。监管环境也会对股权收购方式的运用产生极大影响。监管股权收购的法律不仅设置了股权收购应遵守的法规，而且为收购公司和目标公司双方提供了战略机会。在 20 世纪 80 年代，股权收购的规模和数量都增长迅速。曾经认为自己难以被收购的大公司也遭受了由垃圾债券融资支持的股权收购的攻击。在 20 世纪 80 年代末垃圾债券市场崩溃的时候，敌意收购者被迫寻求其他方式。通过公司选举代理机制运作的代理权竞争再一次成为一种可行的收购工具。代理权争夺可以引起公司控制权的变化，或者达到其他更多的适度目标，比如在公司章程中制定关于股东权力的条款。

本章也描述了进行代理权竞争的过程。收购者发现，相对于股权收购，成功的代理权竞争是一种较为便宜的备选方案。虽然在代理权竞争结束时，失败的反对者可能无法得到任何补偿。收购者还发现，将代理权竞争和股权收购结合使用会增加很多机会。例如，代理权竞争可以用来解除目标公司的防御措施，使目标公司更易于受到攻击，从而使融资并不充分的收购者获得成功的可能性也会相对较大。

研究表明，代理权竞争往往能够增加股东的财富。这些收益似乎与目标公司被收购或者管理层发生变化相联系。即使代理权竞争最终没有成功，它们也可能会导致公司发生变化，进而增加股东的财富。

在 20 世纪 90 年代中期，敌意收购领域又一次掀起了高潮，股权收购再度成为实施敌意收购的一种比较有效的工具。随着股权收购数量的反弹，现在的收购更多地使用股权融资而不是债务融资，代理权竞争的作用再一次减弱了。正如反收购防御措施在不断演变一样，收购策略也持续发展。收购者不得不去适应并应对目标公司采用的日益有效的防御措施。这一过程在将来还会持续发展下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3部分

退市业务和杠杆收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章

杠杆收购

杠杆收购（leveraged buyout，LBO）是一种被各类实体广泛采用的融资技术，这些实体包括公司内部管理层或者外部组织，比如其他公司、合伙人、个人投资者或者集团投资者。具体来说，杠杆收购运用债务资金来购买公司的股票，它通常用于使一家上市公司退市。

杠杆收购始于20世纪60年代的股票市场牛市，在70年代得到发展，到20世纪80年代，规模庞大的杠杆收购案例迅速增加。60年代许多非上市公司趁着市场上股票价格高涨的时机上市，通过这个过程，相当多的企业家都获得了一笔巨额财富。虽然其中一些公司的经营状况并不太好，但是它们发行的股票能迅速被日益繁荣的牛市吸收。当70年代股票市场转而下行时，一些质量较差的公司的股价急剧下跌。1972—1974年发生了大规模的股价下跌现象，道琼斯工业平均指数从1972年的1 036点跌至1974年的578点。在1974年，上市公司的平均市盈率为6倍，处于相当低的水平。

在市场发生转折的时候，那些在20世纪60年代上市的公司管理层选择了在70年代和80年代将公司退市。此外，许多在20世纪60年代通过大规模收购而设立的混合兼并企业开始通过出售逐渐分解，这个过程被称为企业分解(deconglomeration)。有一部分企业分解是通过以杠杆收购的方式出售分支机构进行的。企业分解的过程贯穿于整个20世纪80年代，在一定程度上促成了这段时期大量的公司退市风潮。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术　语

杠杆收购和退市业务（going private transactions）有很多重叠。退市（本书有些地方也称作私有化）是一家公开上市的公司转变成私有非上市公司的过程。这些业务通过负债和权益相结合的方式进行融资。当大量的融资形式为负债时，就称为杠杆收购。一家公司将某个经营单位或者整个公司卖给管理层，这种活动称作管理层收购（management buyout，MBO）。许多这样的业务都是将上市公司的一个分支部门退市（divesting），采用管理层收购的形式把该分支部门卖给管理层，而不是卖给公司外部的企业实体。当管理者主要依靠负债来筹措交易资金时，就可以称作杠杆收购。由此，我们可以看到用来描述这些业务的术语有着明显的重叠。

杠杆收购的历史演进

杠杆收购的起源

尽管杠杆收购是一个相对较新的术语，但是在上市公司退市过程中使用债务融资的理念并不是新的。一个著名的案例就是福特汽车公司的杠杆收购。在1919年，亨利·福特和他的儿子埃兹尔（Edsel）对总是要向公司股东回复诸如股利政策等问题感到非常麻烦，并且这些股东也不是公司最初的创立者。于是就筹措了在当时看来天文数字一般的巨额资金，将这个世界上最大的汽车公司退市了。福特家族花费1.06亿美元购买了他们原先并不拥有的公司股份，其中的7 500万美元是向东海岸的银行联盟筹借的，包括的金融机构有：纽约大通证券公司（Chase Securities）、旧殖民信托公司（Old Colony Trust）和古德温债券公司（Bond & Goodwin）。[①] 福特家族想获得对公司的自主决策权，通过将利润再投资于公司，而不是分发给股东，从而以更低的价格制造和销售他们的T系列汽车。像道奇兄弟那样的股东非常乐意接受现金支付，退出在这个汽车业巨头中持有的股份，因为他们可以运用这些资本来扩张自己的汽车公司，和福特公司展开竞争，生产高价格的汽车。公司的其他股东原本希望通过抬高汽车的销售价格来获取更高的利润，但是亨利·福特则志在让美国百姓买得起和买得到汽车，这就需要维持较低的销售价格。

有意思的是，在第四次并购浪潮中，福特汽车公司也遇到了其他一些杠

① Douglas Brinkley, *Wheels for the World* (New York: Penguin, 2003), 241 - 242.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杆收购同样遇到的问题。当美国经济在1920—1921年转向萧条的时候，福特公司遭遇了现金危机，无法偿还杠杆收购时筹借的巨额债务。福特公司通过暂时中断生产、解雇工人和其他削减成本的措施度过了危机。福特公司毕竟有着绝大多数公司所没有的处理办法。亨利·福特没有向自己讨厌的东海岸银行联盟低头示弱，而是与福特汽车的经销商达成协议，运送汽车的支架设备给他们，虽然经销商也不是非常需要这些设备。遍及全美的汽车经销商都付款给福特公司，为福特汽车公司注入了所需要的现金。福特公司最终从经销商那里获得了所需要的现金，偿还了大量债务，而没有通过抵押融资来筹措资金。

杠杆收购的发展：20世纪80年代—2005年

从20世纪80年代早期开始，世界范围内杠杆收购的金额和数量急剧增加，80年代末达到顶峰（参见图7—1和图7—2）。在此之前，杠杆收购相对比较稀少。20世纪80年代中期，大公司开始成为杠杆收购的目标；杠杆收购的平均交易金额从1981年的3 942万美元增长到1987年的13 745万美元。尽管杠杆收购在80年代吸引了人们大量的关注，但是与兼并相比，杠杆收购无论在数量上还是在以美元计价的金额上，规模都比较小。比如，在1987年，兼并发生了3 701例，而杠杆收购只有259例。杠杆收购在交易总数中只占到了7%。从总金额方面来看，杠杆收购在交易总金额中占的份额要稍大一些。1987年，杠杆收购在交易总金额中占到21.3%，这表明典型的杠杆收购要比典型的兼并交易金额大一些。图7—1显示，在1990年和1991年，杠杆收购的美元金额急剧下降。这个下降与1988年末开始的垃圾债券市场衰退和1990—1991年及随后几年的经济不景气相关联。

随着市场进入第五次并购浪潮，世界范围内的杠杆收购再次在金额和数量上大幅度增加。影响如此显著，以至到1998年，杠杆收购的数量达到了前所未有的高度。在此基础上，1999年杠杆收购的交易数量比1998年又增加了将近50%，2000年交易数量继续增加。虽然2000年的交易数量是1980年的将近两倍，但是交易金额却只有1980年的一半。这是因为第五次并购浪潮中杠杆收购交易的规模不再像第四次浪潮中的那么巨大，而是大量金额较小的交易。

截至目前，规模最大的杠杆收购案例是1988年发生的金额为246亿美元的RJR纳贝斯克公司的收购案。在这场令人喝彩的接管战役中，这家食品和烟草公司退市，收购者科尔伯特-克拉维斯-罗伯茨（KKR）公司赢得了这场战役（见表7—1）。KKR公司在竞价中战胜了由目标公司前总裁罗斯·约翰逊（Ross Johnson）带领的竞争对手。约翰逊试图进行管理层收购，他的初始报价把公司卷入了收购战，但最终他的出价没能高过别人，以失败告终。与其他许多杠杆收购一样，这笔交易并没有给胜出者带来收益，由于公司利润的不尽如人意，KKR公司最终卖掉了自己拥有的RJR纳贝斯克公司的权益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

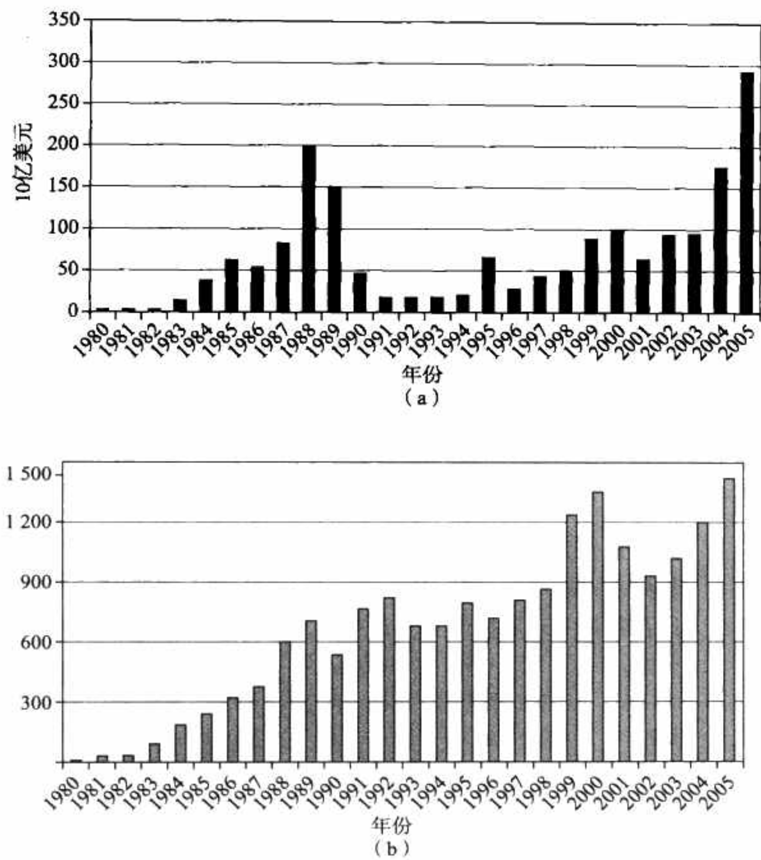


图 7—1　(a) 世界范围内杠杆收购的交易金额，1980—2005 年；
(b) 世界范围内杠杆收购的交易数量，1980—2005 年

资料来源：Thomson Financial Securities Data。

表 7—1　　世界范围内最大的杠杆收购

宣布日期	目标公司名称	收购公司名称	交易金额排名（单位:10 亿美元）
10/25/06	RJR 纳贝斯克公司 (RJR Nabisco Inc)	KKR 公司 (Kohlberg Kravis Roberts & Co)	25.1
7/24/06	HCA 公司（HCA）	投资集团（Investor Group）	21.0
11/16/06	清晰频道（Clear Channel）	投资集团	18.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

宣布日期	目标公司名称	收购公司名称	交易金额排名（单位：10亿美元）
3/17/06	英国机场管理局 [BAA (Bid No. 1)]	投资集团	17.7
9/16/06	飞思卡尔半导体（Freescale Semiconductor）	投资集团	17.6
10/2/06	哈拉斯娱乐公司（Harrah's Entertainment）	阿波罗管理公司和得克萨斯太平洋集团公司（Apollo Management, Texas Pacific Group）	15.1
5/29/06	金德摩根公司（Kinder Morgan）	投资集团	14.6
6/27/06	西班牙语广播电台（Univision Comm.）	投资集团	12.2
3/28/05	胜科金仁达数据系统（SunGuard Data Systems）	投资集团	11.3
1/23/06	艾伯森（Albertson's）	投资集团	11.3

资料来源：*Wall Street Journal*，*The New York Times*，Thomson Financial Securities Data。

案例研究

RJR纳贝斯克公司——有史以来最大的杠杆收购

RJR纳贝斯克公司的杠杆收购是有史以来最大的杠杆收购案，其特点非常鲜明，电影《门口的野蛮人》主要讲的就是这个案例，这部电影改编自一部同名畅销书。RJR纳贝斯克公司是雷诺兹烟草公司（RJ Reynolds）和纳贝斯克食品公司兼并后的产物。

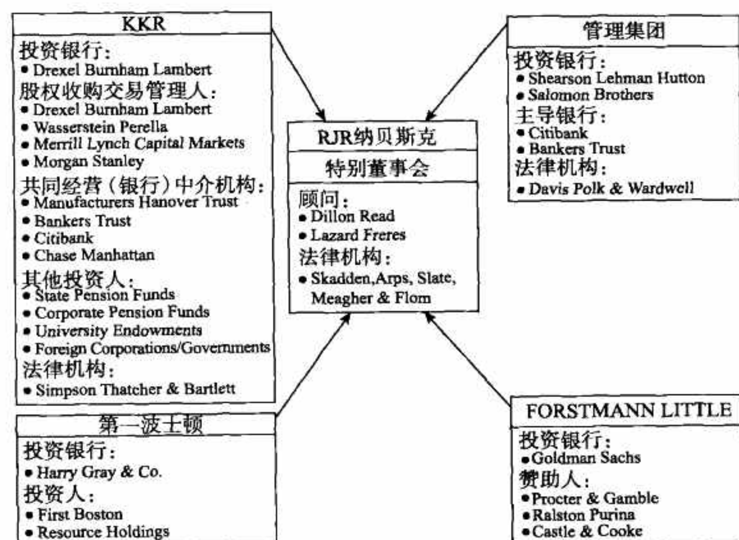
以下几个财务特点，使RJR纳贝斯克公司成为杠杆收购的优选对象。首先，该公司的现金流——尤其是来自烟草业务的现金流——非常稳定并能够可靠地预期。来自烟草和食品业务的现金流不会随经济周期的上下波动而发生明显变化。此外，这两项业务不需要大量的资本性支出，充足的现金流可以用来偿还利息。另外一个让RJR公司非常吸引杠杆收购者的特点就是——它的负债水平很低。这意味着它还有未使用的负债空间。

在收购之前，RJR纳贝斯克公司的经营状况并不是太好，它的资产回报率不断下降，同时存货周转能力也在下降。但是它的烟草和食品业务拥有不少深入人心的品牌。它的烟草业务包括骆驼（Camel）和温斯顿（Winston）等品牌。食品业务的许多产品更是家庭必需品，受到全世界的广泛认可。这么多声誉良好的产品组合在一起，极大地提高了公司的分解成本，根据史密斯·巴尼（Smith Bar-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ney）的估计，公司每股价值在85～92美元之间，而在杠杆收购报价开始之前，公司的股票价格是每股56美元。[①]

在总裁罗斯·约翰逊的领导下，公司管理层最早提出了收购报价。出价比较低，每股75美元，这个价格让董事会左右为难，一方面董事会与约翰逊关系很好，并非常感谢约翰逊多年来的管理工作。另一方面作为股东的受托人，约翰逊有责任使股东价值最大化，但是处在收购报价人的位置上，约翰逊又要争取最低的价格，他面临着利益的冲突。在希尔森·雷曼·赫顿（Shearson Lehman Hutton）和所罗门兄弟的支持下，罗斯·约翰逊报出的收购价格比较低，这极大地激发了其他收购者参与竞标，他们看到公司价值被低估，很快提出了自己的报价（见图A）。



图A　投标集团

资料来源：Allen Michel and Israel Shaked, "RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout," *Financial Analysts Journal*, September 1991, 23.

在一系列的竞标回合之后，董事会选择了KKR公司的报价（见图B）。董事会在决策过程中有一点比较特殊，他们考察了除收购价格之外的其他条件。这些条件包括承诺保持公司的完整性，继续让股票在市场上公开交易。而约翰逊集团开出的条件包括通过出售资产来偿还债务的计划，董事会还考虑到与约翰逊的初始报价存在利益冲突，因此约翰逊最后没能收购成功。对于KKR公司而言，他们虽然赢得了这场投标竞赛，但是从财务上来看还是失败了。业界常常引用这个案例作为"赢者诅咒"的例子，因为KKR公司最终没有获得令人满意的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报价日（1988年） 10月19日，11月4日，11月25日，11月29日，12月1日		金额/支付形式
RJR管理层	每股112美元	84美元 现金 24美元 优先股 4美元 可转股
	每股101美元	88美元 现金 9美元 优先股 4美元 其他证券
	每股100美元	90美元 现金 6美元 优先股 4美元 新发行普通股
	每股92美元	84美元 现金 8美元 债务类证券
	每股75美元	出价人没有明确支付形式
KKR收购集团	每股109美元	81美元 现金 18美元 优先股 10美元 债券
	每股106美元	80美元 现金 18美元 优先股 8美元 可转债
	每股94美元	75美元 现金 11美元 优先股 8美元 可转债
	每股90美元	78美元 现金 12美元 证券
第一波士顿	每股118美元	110美元 票据 3美元 其他证券 5美元 权证

图B 投标过程

资料来源：Allen Michel and Israel Shaked, "RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout", *Financial Analysts Journal*, September 1991, 24。

① Allen Michel and Israel Shaked, "RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout," *Financial Analysts Journal*, September/October 1991, 15－27.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆收购的全球化

图 7—2 显示了美国杠杆收购的交易金额和交易数量。我们可以看到 2005 年杠杆收购的数量大于 20 世纪 80 年代末期的顶峰时期。但是这些交易的美元金额却低于 1988 年的最高值。

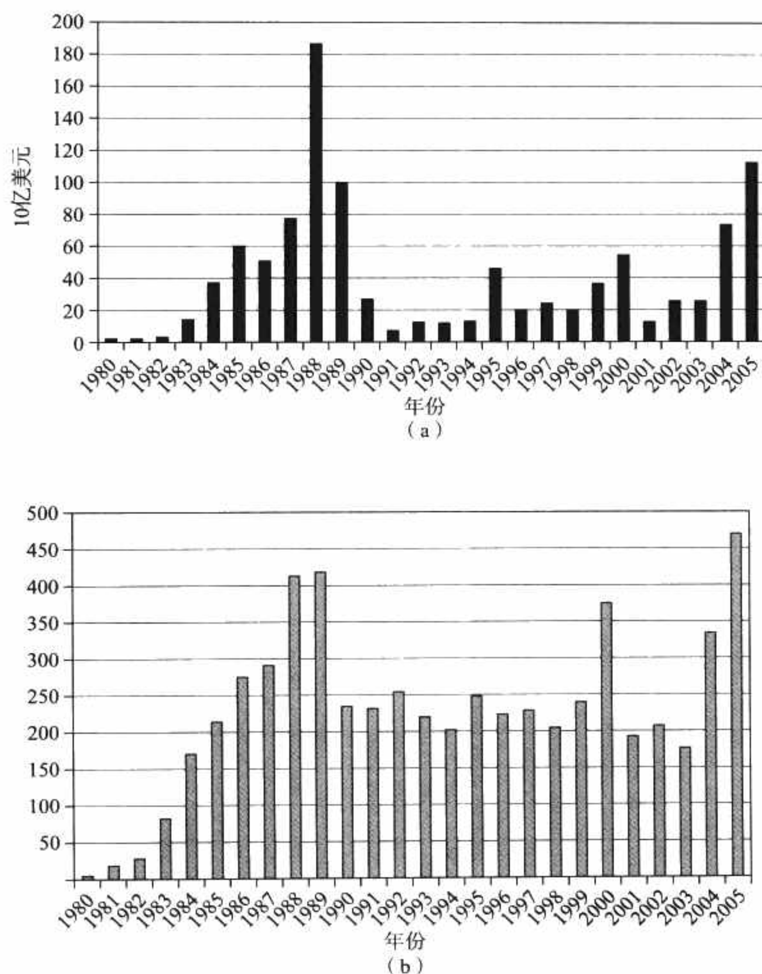


图 7—2　（a）美国杠杆收购的交易金额；（b）美国杠杆收购的交易数量

资料来源：Thomson Financial Securities Data。

图 7—3 显示，20 世纪 80 年代欧洲杠杆收购的交易数量非常少，到 20 世纪 90 年代末交易数量大幅度增加。事实上，从 2001 年到 2005 年，欧洲杠杆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购的交易金额要超过美国杠杆收购的交易金额。此外，2005 年欧洲杠杆收购的交易数量近似是美国的两倍。如图 7—4 所示，欧洲杠杆收购的平均交易金额低于美国的杠杆收购，这告诉我们，欧洲发生了数量更多的杠杆收购交易，但是平均来说，这些杠杆收购的规模要比美国的小。

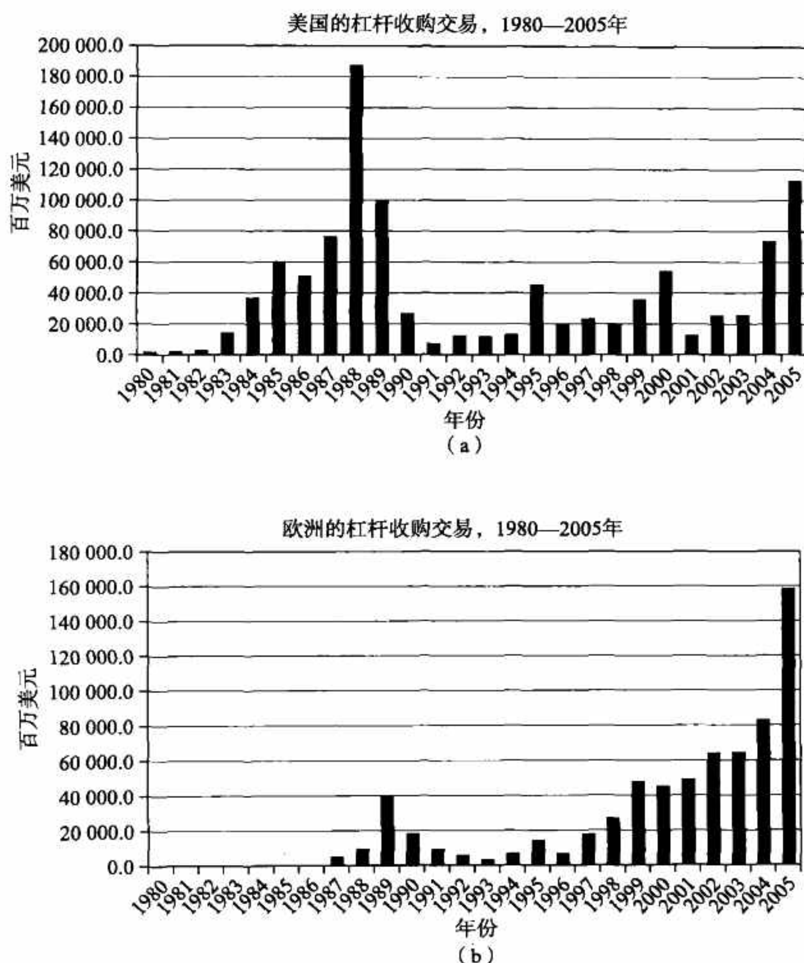


图 7—3　(a) 美国的杠杆收购交易，1980—2005 年；
(b) 欧洲的杠杆收购交易，1980—2005 年

资料来源：Thomson Financial Securities Data。

虽然美国 RJR 纳贝斯克公司的收购交易是有史以来最大的一桩杠杆收购案例，但是在欧洲也有一些巨无霸的杠杆收购案能够与美国这桩最大的杠杆收购案相媲美。图 7—5 显示，欧洲大型的杠杆收购交易大多数发生在 2005

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，而美国近年来大型的杠杆收购交易并没有集中发生在某个时间段。

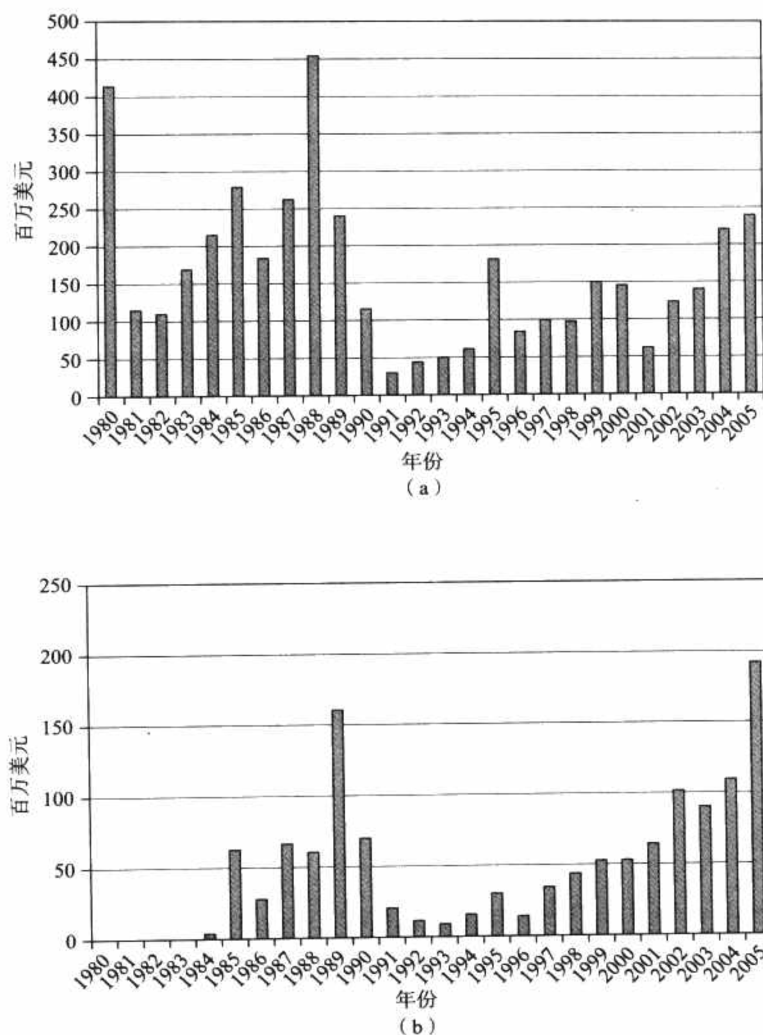


图 7—4　(a) 美国杠杆收购的平均交易金额，1980—2005 年；
(b) 欧洲杠杆收购的平均交易金额，1980—2005 年

资料来源：Thomson Financial Securities Data。

杠杆收购主要集中发生在美国和欧洲。在亚洲，尽管并购的数量迅速增加，但是杠杆收购的数量相对较少（见图 7—6）。进入 21 世纪，亚洲杠杆收购交易的数量比 20 世纪 90 年代的水平有了显著的提高。可以合理预期，今后五年这种增长趋势将会继续保持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(a)美国前十大杠杆收购案

宣布日	目标公司名称	收购公司名称	交易金额排名（百万美元）
10/24/1988	RJR 纳贝斯克公司	KKR 公司	30 598.78
4/11/1995	克莱斯勒公司	特拉辛达公司	21 617.87
3/28/2005	胜科金仕达数据系统公司	投资集团	10 964.92
4/8/1985	加州联合石油公司	投资集团	9 170.90
8/14/1989	美国联合航空公司	Airline Acquisition Corp.	7 735.00
6/20/2005	有线电视公司	投资集团	7 586.62
10/5/1989	AMR 公司	Investor	7 400.00
8/7/1989	美国联合航空公司	Investor	6 750.00
10/16/1985	碧儿翠丝公司	BCI	6 095.00
3/17/2005	玩具“反”斗城 (Toys “R” Us Inc.)	投资集团	6 005.41

(b)欧洲前十大杠杆收购案

宣布日	目标公司名称	收购公司名称	交易金额排名（百万美元）
7/11/1989	英美烟草工业公司	Hoylake Investments PLC	20 385.85
11/30/2005	TDC A/S	Nordic Telephone Co Aps	15 648.95
5/26/2005	Wind Telecomunicazioni SPA	Weather Investments Srl	12 799.34
1/16/2006	VNU NV	Investor Group	12 486.37
5/17/2005	Viterra AG	Deutsche Annington Immobilien	7 960.26
3/11/2005	Amadeus Global	Wam Acquisition SA	5 848.89
3/29/2005	ISS A/S	PurusCo AS	5 142.43
7/29/2002	Legrand SA	Investor Group	5 059.72
8/5/2005	ProSiebenSat. 1 Media AG	Axel Springer Verlag AG	4 843.93
7/5/2004	GAGF AH-Housing Portfolio	Fortress Deutschland GmbH	4 547.13

图 7—5　前十大并购案：(a) 美国的；(b) 欧洲的

资料来源：Thomson Financial Securities Data。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

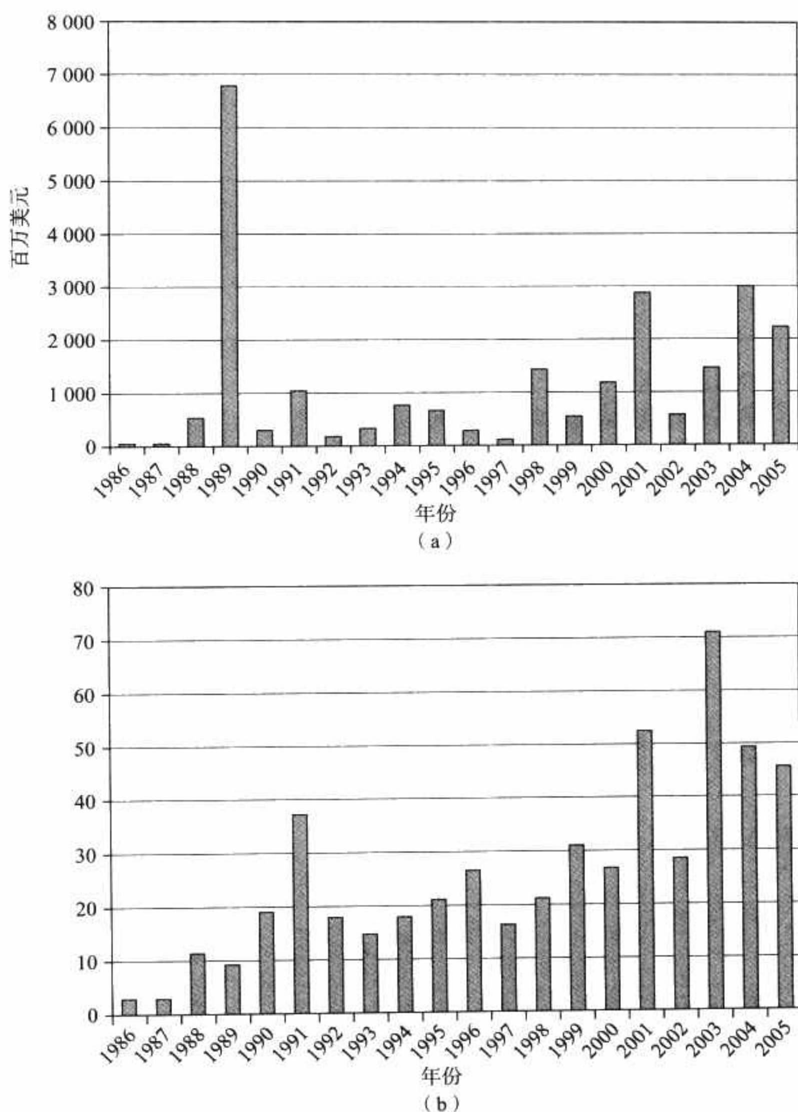


图 7—6　(a) 亚洲杠杆收购的交易金额；(b) 亚洲杠杆收购的交易数量

资料来源：Thomson Financial Securities Data。

案例研究

风之电信公司 156 亿美元的杠杆收购案：欧洲最大的杠杆收购之一

在 2005 年 5 月，气候投资公司（Weather Investment），一家由埃及商人纳古布·萨维里斯（Naguib Sawiris）经营的投资公司，同意购买意大利国家电力公司（Enel SpA）旗下的电信业务。这笔交易的金额为 156 亿美元，是欧洲最大的杠杆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购之一。这笔交易中一个令人瞩目的特点是，由来自新兴市场的收购投标人接管一家西方企业。目标公司——风之电信公司——是意大利第二大固定电话公司，仅次于意大利电信公司（Telecom Italia SpA），也是意大利第三大移动通信公司，仅次于意大利电信公司和沃达丰集团。[①]美国有多家私人权益公司对这家意大利电信公司报出了竞标价格，主要有黑石集团（Blackstone Group）和美国私募股权投资公司（Providence Equity Partners）。气候投资公司则与少数派投资人威尔伯·罗斯（Wilber Ross）联手，威尔伯·罗斯因联合收购陷于困境的美国钢铁和汽车配件产业以及私人权益公司——安佰深股权投资集团（Apax Partners）而享有盛名。

在这笔交易中，气候投资公司购买了风之电信公司将近2/3的股份，同时取得了购买剩余股份的期权。协议还有一些独特的互惠安排，包括意大利国家电力公司同意使用出售风之电信公司获得的资金购买气候投资公司的权益。[②]

这个杠杆收购的出发点并不是为了消除无效率和降低代理成本。风之电信公司声明将继续保留原来的管理层。由于气候投资公司有能力合并其他企业，并想在欧洲电信行业占有一席之地，从而进行了这项收购。这笔交易是否是一项低成本高效益的投资还得拭目以待。

① Heather O'Brian, "The $15.1 Billion Deal for Wind Telecomunicazioni Is Europe's Largest Leveraged Buyout Ever," *The Daily Deal*, May 27, 2005.

② Ibid.

公司上市的成本

公开上市需要一定的成本——既有货币形式的成本，也有非货币形式的成本。首先，联邦证券法要求上市公司周期性的向美国证券交易委员会呈报相关文件，对于小公司而言，准备这些文件资料需要耗费不少的财力和人力。萨班斯-奥克斯利法案（Sarbanes-Oxley Act）颁布之后，这些成本又进一步增加了。一项研究表明，在2004年，公开上市的成本是1 430万美元，比2003年增长44%。[①] 这项研究能够解释为什么中小规模的企业倾向于私有化，但不能解释为什么大公司也倾向于私有化。

根据公司的规模不同，公司保持上市地位的成本会有显著差异。因此难以得出有意义的平均值。这些成本包括向美国证券交易委员会呈送文件和与股东进行沟通所需要的全部支出。在绝对数上，小公司以美元计价的成本要比大公司的低得多，但是在百分比上，小公司的成本比例要比大公司的大得多。此外，上市公司还要发生各种与股东交涉相关的成本，难以让上市公司

① Thomas E. Hartman, "The Costs of Being Public in the Era of Sarbanes-Oxley," Foley & Lardner LLP Annual Survey, June 16, 2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的所有者和管理者接受。并且这些成本不容易量化，可能比直接的货币成本数额更庞大。上市公司的股东在上市时，都希望通过出让一部分股权获得一大笔收入，但是他们很难接受自己一手创立的公司中只有一部分是属于自己的。

管理层收购

我们前面说过，管理层收购是这样一种杠杆收购，即公司管理层决定将其管理的公司或公司的某个部门退市。[①] 我们还提到许多管理层收购是由该部门的管理层购买上市公司的那个业务单位。在过去十年里，对业务单位进行的管理层收购在美元金额和数量上增长迅速（参见图 7—7，美国管理层收购的金额）。杠杆收购数据表现出来的显著趋势同样表现在管理层收购的数据中。第四次并购浪潮结束后，管理层收购的数量和美元金额大幅度下跌，但随着进入第五次收购浪潮，管理层收购再度复苏。但是管理层收购的美元金额再也没有返回到第四次并购浪潮中的水平，在数量上，2003 年的管理层收购接近 20 世纪 80 年代中期的水平。

在管理层收购中，管理者会投入一部分自有资金，其他资金由投资者提供，大部分资金是通过负债借来的。企业被收购后变成一个独立的公司，有自己的股东、董事会和管理团队。虽然管理层收购的购买者是公司内部人，而杠杆收购的购买者是公司外部人，但是两者的操作程序差别不大。可以设想，管理层收购的购买者会比外部购买者更容易获得相关的公司盈利信息，这个因素使得管理层收购比杠杆收购更加容易成功。容易获得信息只是一个方面，有时候母公司是因为经营不佳而被迫卖掉那个分支部门的，虽然经营不佳要归咎于管理层。被管理层收购后，公司可以继续由原来的管理者经营，但是在杠杆收购中，新所有者会安排他们自己的管理者。新来的管理者不会太依赖于以前的职工和公司资产，他们更愿意实施能使公司扭亏为盈的变革措施。

当公司想要从某个分支部门撤出投资时，通常会将这个部门卖给外部人。例如，在 2006 年 1 月，得州仪器公司（Texas Instruments）宣布将公司的传感器和控制器业务卖给位于波士顿的一家私人权益公司——贝恩资本公司（Bain Capital），开价 30 亿美元。在公司从分支部分撤资的情况中只有很少一部分是卖给管理层的。例如，在 1996—2005 年，在金额上只有 3.2%的撤资案例是由管理层收购了业务单位，但是这种撤资案例的数量还是很多的。2004 年，管理层收购业务单位的总金额是 35 亿美元，平均交易金额为 3 390

---

① Robert L. Kieschnick, "Management Buyouts of Public Corporations: An Analysis of Prior Characteristics," in Yakov Amihud, ed., *Leveraged Management Buyouts* (Homewood, Ill.: Dow Jones Irwin, 1989), pp. 35 - 38.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万美元。从并购的一般标准来看，这些都算是相对小额的交易。

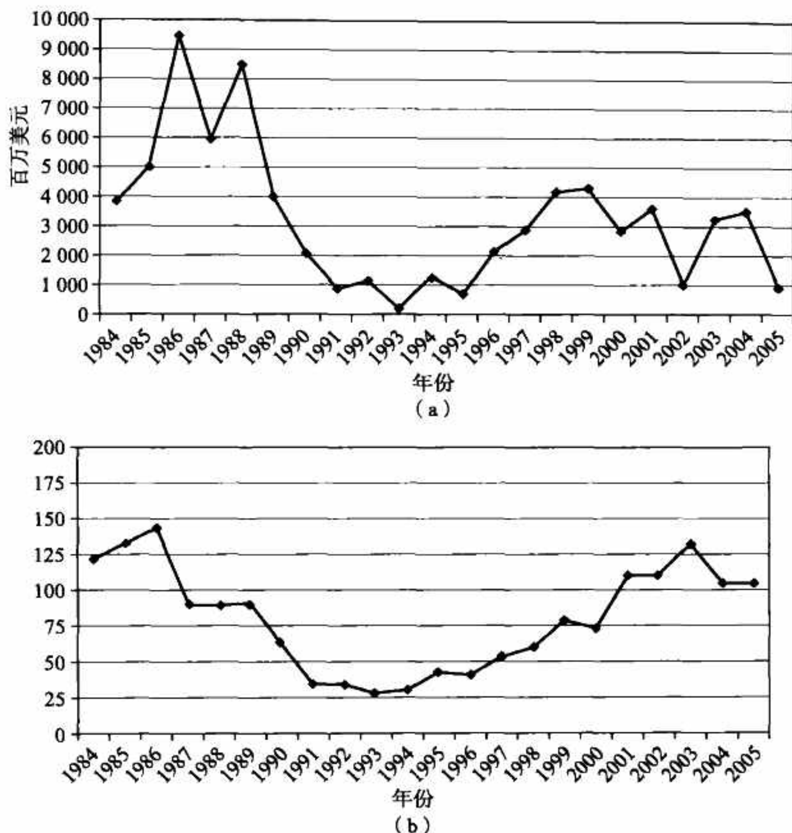


图 7—7　(a) 美国业务单位管理层收购的美元金额；(b) 美国管理层收购的数量

资料来源：*Mergerstat Review* 1992，1998，and 2005。

案例研究

金德摩根公司的管理层收购案

2006 年 5 月，金德摩根管道公司（Kinder Morgan）的高级管理层宣布实施一项 135 亿美元的收购。这是有史以来金额最大的管理层收购。在收购总价格中，管理层最多出资 30 亿美元，权益投资 45 亿美元，由以高盛资本合伙公司（Goldman Sachs Capital Partners）和凯雷集团（Caryle Group）为首的私人权益投资集团提供。收购者还将筹措不少于 145 亿美元的债务，支付给公司的总价格不低于 220 亿美元。金德摩根公司是在 1996 年末重组被安然公司处理的接近 4 000 万美元的资产而成立的。富有戏剧性的是，安然公司倒闭后，这些资产的价值显著上升。公司价值的增加主要是因为其从 1999 年初开始的收购计划的成功。

金德摩根公司和安然公司有着截然不同的发展路径，在一定程度上是因为这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两个公司实施不同的战略。安然从一家能源公司逐渐成长为高风险的能源交易公司。与之相反，金德摩根公司保持了管道业务，并在这个行业里稳定发展。收购完成后，金德摩根公司成为这个风险不高的行业中的大公司。稳定的业绩降低了它的风险性，从而使管理层能够吸引到私人权益投资者的投资。

管理层收购中的利益冲突

管理层收购中存在明显的利益冲突。管理者有义务经营好企业，从而使股东投资的价值最大化，并尽可能提供给股东最高的回报。当这些管理者向股东提出购买公司的报价时，他们站在了一个截然不同的位置上。在 RJR 纳贝斯克公司的管理层向股东提出通过管理层收购使企业退市时，我们看到过这种情况。在管理层提出最早的报价之后，KKR 公司很快提出了竞争性的报价，接着管理层又提出其他报价来应对。[①] 如果管理层真的想要使股东投资的价值最大化，那么为什么还要提议那个显然不是出于股东最佳利益的收购报价呢？许多研究者认为，作为买卖双方的代理人，管理层不可能同时扮演好这两种互相冲突的角色。

解决这项冲突的一种方法是采取投票权中立的方式，收购交易的提议者不得参与审批程序。如果提议者是股东，那么他们的投票将不能计入收购审批程序。一些州的法律规定，股东持有一定数量的股票，如果不参加投票程序的话，就无法组成满足法定人数的委员会，因此他们必须参与投票。[②] 可以帮助解决利益冲突的第二种方法是，委任一位独立的财务咨询师，由他提供公正客观的建议。尽管采用了这些预防措施，但是一些实际问题的存在往往会限制这些措施的有效性。董事会中那些可能从杠杆收购中获益的成员不参加投票表决，但是其他一些成员可能与他们关系密切，并且认为自己有责任促成收购交易。股东对董事会违背信托责任的起诉可以在一定程度上限制上述趋势。另外，投资银行或者能从管理层那里得到许多业务，或者能在收购交易中获得财务利益，它们所谓的公正建议也是值得质疑的。

尽管上述措施都力求减少管理层在收购过程中的利益冲突，但是并没有完全解决管理层同时作为买卖双方代理人的问题。另外一种方法是对管理层要收购的公司进行竞价拍卖。[③]

根据当前的判例法，投标程序开始后，绝对不允许董事偏袒自己的报价。许多重要的法院判例否定了不公正的投标程序。在露华浓公司对麦克安德鲁

① See Bryan Burrough and John Helyar, *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco* (New York: Harper & Row, 1990).

② Arthur M. Borden, *Going Private* (New York: Law Journal Seminar Press, 1987), pp. 1 - 6.

③ Louis Lowenstein, *What's Wrong with Wall Street?* (Reading, MA: Addison-Wesley, 1987), p. 184.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯和福布斯控股公司的案例中，特拉华州高等法院裁定露华浓公司的董事会在给予白衣骑士福斯特曼·利特尔公司锁定期权的时候，违背了信托责任。[①] 法院裁定这是不公正的投标程序，相对于潘特里普赖德公司而言，董事会偏袒了福斯特曼·利特尔公司。

在汉森信托公司对 SCM 公司的案例中，第二巡回法院作出了相似的裁定，SCM 公司使用锁定期权偏袒美林证券的杠杆收购，而置汉森信托公司的恶意收购报价于不利地位。[②] 汉森信托公司最初以每股 60 美元的报价股权收购 SCM 公司。美林证券提出每股 70 美元的杠杆收购报价，汉森信托接着将报价抬高至每股 72 美元。法院裁定 SCM 公司通过将两个部门以锁定期权的方式卖给美林证券，在投标过程中偏袒了美林证券。

在埃德尔曼公司对弗吕霍夫公司的案例中，巡回法院裁定董事会为了与管理层达成收购交易，没有合理考虑其他的收购报价，比如埃德尔曼公司的现金股权收购。[③] 法院认为弗吕霍夫公司的董事会没有执行公平的竞标程序。[④] 前述这些法院裁决为公司必须进行公平的竞标过程开创了先例，但是法院并没有颁布指导整个投标过程的相关规则。这些裁决仅仅是企业审判的惯例。关于何时或是否需要进行竞标拍卖，法律的规定非常不明确。组织独立的董事委员会有助于促进竞标过程。[⑤] 在管理层提出收购的时候，这个方法经常会被用到。在管理层提出将公司退市的时候，董事会通常会组织一个独立的、没有管理董事参与的特别委员会，以确保股东的投资获得公平的价值，即使不是最大的，也要尽可能是公平的。这个委员会将会聘用独立的咨询师对公司价值进行评估，并开展竞价拍卖。

收购之后的管理层所有权

虽然公司的业务单位是被管理层而不是外部集团收购的，但是收购中有一部分权益资金是由外部人提供的，因此在收购之后，管理层可能无法完全控制公司。收购之后管理层对公司的所有权取决于收购总共需要多少权益资金，管理层愿意和能够提供多少资金。在 1980—1986 年间 76 个管理层收购的案例中，卡普兰比较了收购前和收购后所有首席执行官与管理层持股份额的中间值。[⑥] 发现他们的持股份额分别从 1.4%和 5.9%上升到 6.4%和 22.6%。

---

① *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506A. 2d. 173 (Del. Sup. 1986).

② *Hanson Trust PLC v. SCM Corporation*, 781 F. 2d 264 (2d Cir. 1986).

③ *Edelman v. Fruehauf*, 798 F. 2d 882, 886 - 87 (6th Cir. 1986).

④ Lawrence Lederman and Barry A. Bryer, "Representing a Public Company in a Leveraged Transaction," in Yakov Amihud, ed., *Leveraged Management Buyouts* (Homewood, Ill.: Dow Jones Irwin, 1989), pp. 111 - 174.

⑤ Joseph Grunfest, "Management Buyouts and Leveraged Buyouts: Are the Critics Right?" in Yakov Amihud, ed., *Leveraged Management Buyouts* (Homewood, Ill.: Dow Jones Irwin, 1989), pp. 241 - 261.

⑥ Steven Kaplan, "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value," *Journal of Financial Economics*, 24, 1989, 217 - 254.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购后管理层拥有的所有权增加了3倍。理论上的解释是，在更多所有权利益的驱使下，管理层会更加用心地经营公司，使公司经营接近利润最大化的效率水平。

退市溢价和市盈率报价

表7—2和图7—8比较了退市交易和并购交易的溢价中位数。我们可以看到退市交易和并购交易的溢价随时间而变化。对于退市交易而言，并购浪潮时期的溢价要高于交易量低迷的时期，而并购交易的溢价则稳中有升。我们还可以看到，退市交易的平均溢价低于并购交易的平均溢价。例如，在1986—1989年间，退市交易的平均溢价是26.5%，而并购交易的平均溢价是30.2%。在1990—1993年间，退市交易的平均溢价跌落至19.9%，而并购交易的溢价上升至32.3%。在第五次并购浪潮中，退市交易和并购交易的溢价都有所增加，退市交易的溢价上升至31.1%，与并购交易33.2%的溢价非常接近。事实上在2001年，退市交易的溢价达到峰值52.2%，高于当年并购交易40.5%的溢价。在第五次并购浪潮结束之时，这两个交易的溢价都下降了。在2005年，退市交易和并购交易的溢价都比较低，分别是22.5%和24.1%。

当我们比较近年来的交易溢价时，需要注意到对较早年份的交易研究得出的溢价比较高。例如，迪安杰洛和赖斯考察了1973—1980年间的72起管理层并购案例，得出的平均溢价为56%。

在市盈率报价中，退市交易和并购交易的价值相近。退市交易中买方支付的溢价要低于并购交易中买方支付的溢价（表7—2）。此外，图7—8表明相对于每股收益，退市交易支付的价格低于并购交易。

表7—2　美国退市交易和并购交易溢价中位数

年份	退市(%)	并购(%)
1984	33.7	34.4
1985	25.7	27.7
1986	26.1	29.9
1987	30.9	30.8
1988	26.3	30.9
1989	22.7	29
1990	31.6	32
1991	20	29.4
1992	8.1	34.7
1993	20	33
1994	35	35

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

年份	退市(%)	并购(%)
1995	19.2	29.2
1996	26.2	27.3
1997	24.5	27.5
1998	20.4	30.1
1999	32.7	34.6
2000	38.7	41.1
2001	52.2	40.5
2002	40	34.4
2003	41.5	31.6
2004	17.2	23.4
2005	22.5	24.1

资料来源：*Mergerstat Review* 1992，1998，and 2006。

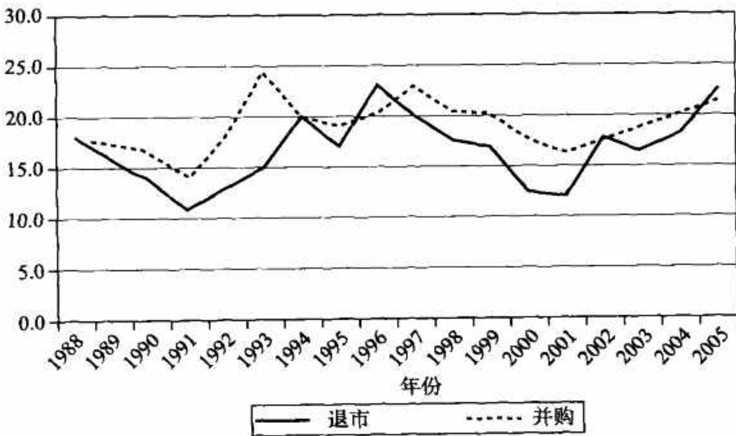


图 7—8　美国退市和并购交易的市盈率报价

资料来源：*Mergerstat Review* 1992，1998，and 2006。

杠杆收购的收益来源

在第 4 章中，我们考察了公司在并购中支付溢价和发生费用的各种原因。公司为了自身发展，获得协同效应或者其他一些原因而进行并购。其中有很多原因（比如协同效应）与杠杆收购和管理层收购的联系不是太大。比如在管理层收购中，公司最早是独立的，没有机会与其企业进行合并而实现协同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效应。那么让收购方支付溢价和为债务承担财务费用的利益驱动从哪里来呢？研究得出了几个潜在的收益来源，我们将在下面部分中一一介绍。

效率收益

杠杆收购中，有若干个领域存在效率收益。首先是在代理问题方面。[①] 我们在书中好几个地方都讨论过代理问题。当公司真正的所有者——股东必须选择董事来管理他们的利益时，代理问题就产生了。[②] 这些董事接着选择经理承担信托责任，以股东利益最大化为目标经营公司。但是经理人是自然人，他们会有自己的目标，会尽可能寻求自己的收益最大化，甚至不惜以牺牲股东利益为代价。这么一来，经理人就不会以股东利润最大化为目标经营公司。经理人知道如果他们能实现一个不错的收益，如图 7—9 中的 π_{min}，股东就难以成功地通过代理权斗争解雇他们。假定关于潜在盈利能力的信息是不对称的，管理层比股东，甚至比董事会更容易获得这些信息，他们知道可以实现 π_{max}。

图 7—9 描绘了潜在盈利能力 π_{max} 和 π_{min} 之间的差距。π_{max} 是在消除了所有不必要的成本后，在边际收入等于边际成本的产出水平上，出售所有产品能够获得的理论收入。经理人可能会追求不同的目标，比如力求发展壮大公司，以达到一个最优的水平，或者最大化他们的薪酬，众所周知，公司越大，支付给经理的薪酬也越高。[③]

董事会力求实施根据经营业绩制定的薪酬体系，从而更好地统一经理人和股东的目标。[④] 但是结果往往不尽如人意。20 世纪 90 年代，人们提出很多期权和与股票相关的激励措施来解决管理层的薪酬问题。但是随着各种会计丑闻的产生，比如世通公司、安然公司和阿德菲亚公司（美国有线电视运营商 Adelphia Communications Corp.）的丑闻，批评的矛头指向这些薪酬机制，把它们列为主要问题之一。管理层往往会采用不合法的手段抬高股票价格，从而获取更多的与股票相关的薪酬。

一些经理人对 π_{max} 和 π_{min} 之间的差异非常了解，他们认为这个差异足以弥补收购交易的成本和偿还收购负债。当罗斯·约翰逊提出管理层收购 RJR 纳贝斯克公司的议案时，就存在这种情况。但不幸的是，他的报价过低，出乎善意股东的意料之外，使得他们不得不考察其他的报价，进行竞标拍卖，最

---

① Eugene Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 7 (2), April 1980, 288 - 307.

② Michael Jensen and William Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, October 1976, 305 - 360.

③ Dennis Mueller, "A Theory of Conglomerate Mergers," *Quarterly Journal of Economics*, 83, 1969, 643 - 659.

④ Eugene Fama and Michael Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, 1983, 323 - 329.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

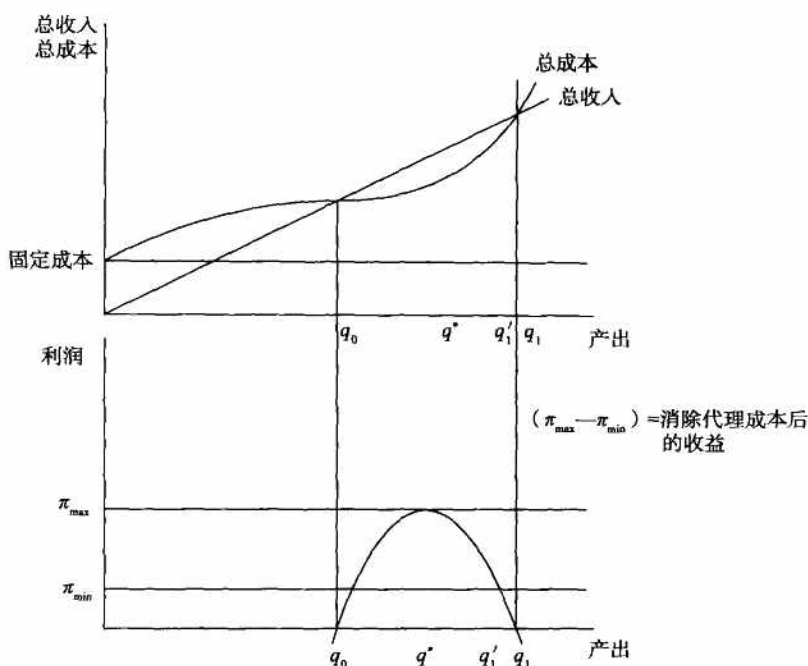


图 7—9　总成本、总收入和利润函数

终卖给了出价高得多的 KKR 公司，消除了约翰逊所预期的大部分收益。

实证研究表明，收购确实会产生效率收益。比如哈里斯、西格尔和赖特（Harris，Siegel and Wright）考察了 36 000 家制造车间的生产率。① 他们比较了那些经过管理层收购和没有经过管理层收购的车间，发现以劳动产出率及其他要素生产率等指标衡量的效率有明显的提高。他们还发现，被管理层收购的公司在被收购之前，效率比那些没有被管理层收购的公司要低一些。因此，相对于没有被收购的公司，被管理层收购的公司具有更大的效率增进潜力。

案例研究

玩具"反"斗城的退市

2005 年 3 月，由 KKR 公司、贝恩资本公司和沃纳多房地产信托公司（Vornado Realty Trust）率领的收购集团商定以 66 亿美元的交易金额将美国第二大玩具零售商退市。购买方支付给位于新泽西州的零售商人韦恩（Wayne）每股 26.75 美元的价格，比宣布收购前 24.77 美元的收盘价高出 8%。①在这笔交易中，收购

① Richard Harris, Donald Siegel and David Wright, "Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant Level Evidence from the United Kingdom," *Rensselaer Working Papers in Economics*, No. 0304, October 2003.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方集团出价高于另一家私人权益公司——瑟伯罗斯资本公司（Cerberus Capital），这家公司也参与了收购玩具产业的投标竞赛。玩具“反”斗城聘用的投资银行瑞士信贷第一波士顿（CSFB）向30个潜在收购者发放了相关资料，据此确定了收购价格。②

玩具“反”斗城在过去几年里，积极地向儿童玩具零售行业扩张，开拓了儿童玩具和婴孩玩具两条产品线，同时还积极进行内部扩张，开发网络零售业务。然而这个行业的竞争非常激烈，使得经营利润率不是太可观。由于激烈的竞争，玩具“反”斗城的竞争对手之一——KB玩具公司（KB Toys）在2004年1月申请了破产保护（第11章法案）。收购方集团明确地知道这个行业的困境，在过去几年里，贝恩资本公司控股了KB玩具公司，KKR公司也收购了几家零售商，包括西夫韦食品连锁店（Safeway）和弗雷德·迈耶公司（Fred Meyer）——现在为克罗格公司（Kroger）拥有，以及汽车配件零售商汽车地带（Auto Zone）。

玩具“反”斗城是一家非常积极进取的公司，在本行业中率先引入了超市销售的理念，取代原先的小规模夫妻店。然而具有讽刺意味的是，沃尔玛——这个使国内许多小规模零售商家倒闭的巨无霸零售商——也以很低的折扣价格销售玩具，在这个价格下，玩具“反”斗城根本无法盈利，被推向破产边缘。

玩具“反”斗城2004年的销售额超过110亿美元，但是还是很难盈利。例如，2005年第二季度，玩具“反”斗城亏损3.59亿美元，远远高于2004年第二季度4 200万美元的亏损。收购者在购买了这家企业之后，陷入了更加困窘的境地。通常退市交易中的购买者会采取各种方式改善公司的盈利能力，从而支付收购交易的融资成本。但是在这笔收购中，精明的私人权益公司集团不得不采取更加强有力的措施以维持生计。

在收购的前一年，2004年，玩具“反”斗城施行了一项重大的重组计划，在其总共146家的儿童玩具店中关闭了102家，很大程度上脱离了儿童玩具这项业务。公司的婴儿玩具店还继续保持盈利。但是这块业务的产品组合比较特殊，还包括家具一类的产品。正是因为这部分业务与玩具业务有很大的不同，所以公司能够从中赚钱。我们曾经介绍了很多通过收购战略获得快速发展的案例，玩具“反”斗城恰恰与此相反。在大竞争者进入产品市场的情况下，公司快速的内部扩张显得太过迅猛。1997年公司以4.1亿美元收购了婴儿用品超市（Baby Superstore），这使公司进入了一个全新的业务领域，即使是在核心业务的利润率亮起红灯的时候，婴儿玩具的业务也保持了可观的盈利。婴儿用品超市成立于1971年，于1994年上市，但是在一年之后就遭遇了经营困难，不得不对公司重新估价。玩具“反”斗城没有支付很高的溢价就把这家公司买下了。到2004年，该公司的市场价格大约为15亿～25亿美元。③在2004年和2005年，玩具“反”斗城开展了大规模的重组活动，考虑了很多方案，包括整体出售或分拆出售核心业务，仅保留婴儿市场的零售业务等。

购买方继续实施了公司规模缩减的战略。2005年1月，玩具“反”斗城宣布再关闭87家商店，减少了3 000个职位。④但是这87家商店中有12家转变为经营婴儿玩具，确保了更大的盈利能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

① Parija Bhatnager, "Group to Buy Toys 'R' Us for $6.6 B," CNNMoney.com, March 17, 2005.

② Brenon Daly, "Bain, KKR, Vornado Buy Toys 'R' Us," *The Daily Deal*, March 18, 2005.

③ Brenon Daly, "Babies May Save Toys 'R' Us," *The Daily Deal*, August 19, 2004.

④ "Toys 'R' Us, Inc.: Eighty-Seven Stores in the U.S. Will Be Closed or Converted," *Wall Street Journal*, January 10, 2006.

税收收益

当一家公司增加财务杠杆，即在资本结构中增加负债相对于权益的比例时，可以用成本更低的债务资本来取代股权资本，从而使公司资本的加权平均成本下降。一般来说，即使是在税前，债务资本的成本也要低于股权资本。这是因为权益投资者承担了更大的风险，因而要求获得更高的回报率。此外，债务的利息支出可以在税前扣除，因此进一步降低了债务资本的税后成本。

$$k_d^{at}=(1-t)\ k_d^{bt} \qquad (7.1)$$

其中，k_d^{at}＝债务的税后成本

t＝公司税率

k_d^{bt}＝债务的税前成本

当一家公司进行杠杆收购时，债务资本和股权资本的成本都会有所增加，这点很重要。因为在杠杆收购中，公司需要筹借更多的债务，这会增加公司的风险。公司固定的债务负担越重，其不能偿还到期债务的可能性就越大。随着风险的增加，市场要求债务资本和股权资本获得更高的风险溢价。但是资本的总体成本，尤其是在考虑了利息支出的税前扣除效应后，可能会更低。这是杠杆收购的一个好处，这个好处为支付溢价给被收购公司的权益投资者提供了基础。但问题是税收收益有多大呢?

从并购交易中，尤其是从杠杆收购交易中获得的税收收益，随着新税收法规的颁布而不断变化。1981 年的税法规定可以进行加速折旧。在这项规定下，资产增加，折旧增加，因此对杠杆收购交易具有明显的刺激作用。这个原因有助于解释第四次并购浪潮中发生的一些杠杆收购交易。但是 1986 年的税收改革法案消除了绝大多数税收收益。

卡普兰在一项研究中对完成收购后的公司所享有的税收收益进行了量化。他发现负债带来的利息税前扣除效应比支付给出售方股东的溢价要高出将近30%。① 但是这部分收益主要还是进入了出售方股东的口袋，而不是并购后公司的所有者的口袋。"比较收购前后投资者获得的超额回报，大部分税收收益都被收购前的公司股东获得。而收购后的投资者获得的回报与收购带来的税

① Steven Kaplan, "Management Buyouts: Evidence on Taxes As a Source of Value," *Journal of Finance*, 3, July 1989, 611-632.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收收益并不相关。这个论断肯定了公司控制权市场会促使收购公司向公众股东支付税收收益的情况，这部分收益可以事先预测，其他的收购竞标者也能获得这种收益。”[①]

卡普兰证明了杠杆收购的税收收益在很大程度上是可以预测的，并且会融入收购前股东获得的溢价中。这意味着，杠杆收购完成后的投资者需要寻找其他价值来源。卡普兰的研究表明，目前尚不具备充分的理论基础对杠杆收购进行批评。也就是说，并购能够创造价值。因此必须对并购交易进行一对一的、具有针对性的评估。

现金流杠杆收购与有资产担保的杠杆收购

如前文所描述的，杠杆收购是主要使用债务融资进行的收购。通常都是现金交易，由收购方公司筹借交易所需要的现金。大部分债务要用被私有化公司的资产做抵押。本部分首先对杠杆收购的整个过程进行概述。交易中的融资问题会在后文进行详细讨论。

目标公司的资产通常在收购中被用作债务融资的抵押品。因此，需要评估这些资产的抵押价值。这种类型的借款通常被称作有资产担保的借款（asset-based lending)。资产抵押价值高的公司更容易获得所需借款；因此，杠杆收购更容易在资本密集型行业中进行——这个行业中的公司通常比非资本密集型行业中的公司拥有更多的可以作为抵押品的资产。因此，毫不奇怪，韦特和弗里德森（Waite and Fridson）发现：在他们研究期间，杠杆收购活动主要发生在制造行业，数量远远多于非制造行业内的杠杆收购。[②] 当然，那些没有大量资产可以用作抵押品的公司也能进行杠杆收购。服务行业就是一个例子。服务行业的公司没有很多价值高的物质资产可以用作贷款的抵押品，但如果它们的现金流足够多，那么仍然是很好的杠杆收购对象。高额的现金流而非物质资产为债权人提供了保障。但是一旦债务人违约，债权人就没有很多物质资产可以在清算过程中变卖。债务资本的提供者希望能够保持非常可靠的现金流，永远不会面临破产清算的窘境。它们还认识到，即使是物质资产，当整个产业或整个经济萧条的时候，资产的价值也会受公司衰退的负面影响而下降。

现金流杠杆收购，有时候也称作没有资产担保的杠杆收购（cash-flow or unsecured LBO)，债务融资的期限会更长，到期期限通常为10～15年。相对来说，有担保的或有资产支持的杠杆收购的筹资期限仅为5年。现金流杠杆收购可以让非资本密集型行业内的公司也能够成为杠杆收购的对象。这在美国

---

① Steven Kaplan, “Management Buyouts,” University of Chicago Working Paper No. 245, p. 44.

② S. Waite and M. Fridson, “The Credit Quality of Leveraged Buyouts,” in *High Performance* (New York: Morgan Stanley, January 1989).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济中非常重要，因为美国是一个以服务业为主导的经济体。许多服务行业，比如广告行业，物质资产相对于总收入而言非常少，但是现金流很大。

通常来说，债权人会在现金流杠杆收购中面临更大的风险，他们希望在承担额外风险的同时能够获得更高额的回报。高额回报可能来自更高的利率以及准权益条件（equity kicker）。通过权证（warrant）或直接持有目标公司股份的方式，债权人可以拥有公司的一部分权益。权益份额可以从公司股票10%的下限高至公司股票80%的上限。当债权人认为风险很大时，持有权益的比例也会更高。

没有抵押品的贷款并不意味着债权人没有公司资产做担保。没有担保的贷款有权在被担保贷款全部清偿后，获得抵押资产的变卖所得。

投资银行和杠杆收购

随着杠杆收购业务的发展，投资银行纷纷把目光投向它，把杠杆收购看做盈利的重要来源。投资银行设有独立的部门专门从事杠杆收购的融资工作。根据汤普森财经（Thompson Financial）统计，2005年，在从事杠杆收购业务的投资银行中，花旗集团是其中的领头羊，紧接着的是高盛集团公司、瑞士信贷第一波士顿、摩根大通银行、瑞银集团和雷曼兄弟控股公司。[①] 投资银行帮助私人权益公司筹集资金以完成交易，同时帮助它们在收购完成后变卖投资，将资本归还投资者。投资银行还进行与交易相关的货币性融资活动，比如承销高收益债券等。

作为杠杆收购替代品的杠杆化资本再造

在杠杆收购中，股东把他们拥有的公司所有权卖给收购者，收购者筹借大量的资金完成交易。当所有权益都被出售之后，以前的股东就不再拥有公司的所有权。在那些控制权比较集中的公司中，出售者可以运用这种方法使投资变现，退出经营。然而有时候收购者很难筹集到全部资金。原因有很多，包括市场疲软或者对被收购公司偿债能力的质疑。2006年就发生了这样的案例，当时J. P. 摩根合伙有限公司（J. P. Morgan Partners LLC，摩根大通的全球私人资本运营子公司——译者注）宣布要购买总部位于丹佛的三文治连锁店奎兹诺斯（Quiznos）。在所有者进行杠杆化资本再造（recapitalization）的过程中，谢德（Shader）家族对连锁店估价为20亿美元，但是没有办法筹集到足额的现金来支付，因此只能退出一部分投资。[②] 媒体报道称收购者对连

① Robert Dunn, "Booming LBO Firm Business Is a Boon to Investment Banks," *Wall Street Journal*, August 18, 2004, C4.

② Lisa Gewirtz, "J. P. Morgan to Buy Quiznos in Recap," *Daily Deal*, March 21, 2006.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锁店的估值位于13亿～17.5亿美元之间。

杠杆收购的融资

在杠杆收购中经常使用到的两类负债是——担保负债（secured debt）和无担保负债（unsecured debt）——这两类负债经常同时被使用。[①] 担保负债，有时也称作以资产支持的借款（asset-based lending），其中又包括两类：优先级债务（senior debt）和中期债务（intermediate-term debt）。在一些小规模收购中，人们把这两类负债视为一类。在大规模收购中，高级负债会有若干层级，根据负债条款和抵押资产类型的不同而变化。无担保负债，有时也被称作从属负债（subordinated debt）或者次级从属负债（junior subordinated debt）。不具有像担保负债那样的保障性，通常要求获得更高的收益率来弥补额外的风险。

有担保的杠杆收购融资

担保融资分两个子类：优先级债务和中期债务。

优先级债务

优先级债务是以公司特定资产的留置权作为担保的负债。抵押品能够在产生风险时给债权人提供保障，抵押品可以包括土地、厂房、机器设备、应收账款和存货等物质资产。债权人会根据借款期间的平均水平来估测公司的应收账款数额。通常把债务到期时公司应收账款的账面数额作为估测值，采用历史成本估测资产价值。

通常债权人预先支付的资金占到应收账款价值的85%和存货价值的50%，不包括在产品，这个比例会根据市场状况作出调整。[②] 应收账款通常在短期内就可以收回，比如30天，其价值比那些周转期更长的资产要高。债权人必须对应收账款的价值进行评估，同样也要对可以销售的存货进行价值评估。确定杠杆收购对象的资产抵押价值的过程称为资产资格评价（qualifying the assets）。不具有抵押价值的资产，比如不可能收回的应收账款，称作无资格的资产（unqualified assets）。

---

① 关于杠杆收购中担保负债和无担保负债的详细讨论，参见 Stephen C. Diamond, ed., *Leveraged Buyouts* (Homewood, IL: Dow Jones Irwin, 1985), pp. 41-57。

② Michael R. Dabney, "Asset Based Financing," in Milton Rock, ed., *Mergers and Acquisitions* (New York: McGraw-Hill, 1987), pp. 393-399.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中期债务

中期债务的级别要比优先级债务低一些。通常以固定资产做抵押，比如土地、厂房和设备。一般根据这些资产的清算价值确定它们的抵押价值。典型的以机器设备做抵押的债务期限为 6 个月或 1 年。[①] 以房地产做抵押的债务期限为 1～2 年。借款金额与资产评估价值之间的关系会根据收购情况的不同而变化。一般来说，借款金额可以相当于设备评估价值的 80%和房地产评估价值的 50%。随着 20 世纪 90 年代房地产市场的升温，债权人接受房地产作为抵押的比例有所提高。抵押比例根据房地产所处的地理位置和市场状况的不同而变化。设备和房地产等资产的抵押价值根据这些资产的拍卖价值确定，而不是根据它们的账面价值确定。当资产的拍卖价值高于账面价值时，公司的实际借款能力就高于资产负债表所反映的借款能力。在借款人拥有具有一定价值的抵押品的情况下，债权人还会考察借款人的其他必要特征。下面对这些特征进行探讨。

有担保杠杆收购对象的必要特征

对预期的杠杆收购对象，债权人会考察它的一些必要特征。这里讨论一些经常提到的特征。

- 稳定的现金流。杠杆收购对象的一个重要特征是要具有稳定的现金流，这可以通过考察公司历史现金流的产生模式来确定。可以用标准差等统计指标来衡量现金流的波动性。历史现金流越不稳定，交易的风险越大。虽然在一些情况下，现金流量的均值会大幅度超过债务偿付所需数额，但是波动性过高会让债权人担忧。当然仅有可靠的现金流并不足以保证杠杆收购的成功。

  在 1987 年以 49 亿美元被收购后，南方公司（Southland Corporation）遇到的财务困境就是这样一个例子。公司的主要业务是“7-11”（7-Eleven）连锁便利店，这是一项“现金牛”业务。但是当“7-11”连锁便利店产生的现金流被公司用来投资非核心业务的房地产业而不是偿还收购负债时，南方公司就遇到了财务问题。虽然公司有着可观的现金流，但是这次不恰当的投机活动使被收购后的南方公司濒临破产的边缘。

  虽然可以用历史现金流来估测未来的现金流，但用过去测算未来也会存在偏差。市场条件是不断变化的，未来的经营环境可能会比公司历史数据反映出来的情况更加不利。债权人必须判断根据过去的业绩能否可靠地估计未来的业绩。债权人和债务人通常会根据有限的资本预算和新的成本结构来编制现金流预测表。不管是有担

① Michael R. Dabney, “Asset Based Financing,” in Milton Rock, ed., *Mergers and Acquisitions* (New York: McGraw-Hill, 1987), pp. 393-399.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保的还是没有担保的杠杆收购都需要编制预算计划，但是对现金流杠杆收购来说，编制预算计划更加重要。这些预算可以包括降低研发费用和劳动力成本。目标公司会尽量寻找那些能削减成本的方面——至少是暂时性的成本削减。节省下来的成本可以用于偿还杠杆收购的借款。莱恩和波尔森的一项研究强调了现金流对杠杆收购的重要性。[①] 他们证明了收购溢价与自由现金流是正相关的。也就是说，市场愿意为更大规模现金流带来的保障支付更高的溢价。

● 稳定的和富有经验的管理层。通常可以根据管理层在职时间的长度来判断其稳定性。如果管理层富有经验，债权人会觉得保障程度更大一些。也就是说，如果公司管理层已经在职了一段时间，收购完成后管理层继续在职的可能性更大。债权人经常根据公司管理层以前经营产生的现金流来判断他们管理杠杆收购的能力。如果他们先前在公司的经营过程中发生了重大的流动性问题，那么债权人在参与收购时就会谨慎得多。

● 是否具有大量的成本削减空间。筹借高额的债务进行杠杆收购会给目标公司带来额外的财务压力。如果目标公司能够在某些方面大幅度削减成本，比如减少雇员、降低资本性支出、消除冗余设施以及严格控制经营费用，那么财务压力就可以在一定程度上减轻些。在杠杆收购中，主要是从管理层中削减员工，平均会减少16%的管理人员，而不太会削减制造工人的数量。[②]

● 所有者权益。资产的抵押价值为债权人面临不利风险提供了保障。管理者或购买者以及外部投资者对公司的权益投资也为债权人提供了保障。权益投资的保障程度越大，有担保的债权人就越不可能去清算资产。管理层权益投资的份额越大，他们就越有可能留任在公司，即便遇到一些比较严峻的情况。与20世纪80年代中期相比，在20世纪90年代，杠杆收购中债权人要求的权益保障程度更大。然而随着21世纪初情况的改善，借款条件变得更加自由。

● 削减成本的能力。许多杠杆收购对象的经营效率不高，需要进行成本改革。杠杆收购的交易人力求寻找能够削减成本的地方，并且不对业务经营产生负面影响。如果可以削减的成本主要是浪费或者是一些不必要的支出，这对杠杆收购对象非常有利。当然某些方面的成本削减也会损害目标公司未来的经营情况。比如研发费用的削减，可能会导致公司的产品落后于竞争对手，最终失去市场份额。行业特征决定了研发费用可以削减的幅度。在迅速发展的高科技行

① Kenneth Lehn and Annette Poulsen, "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions," *Journal of Finance*, 44, 1989, 771-778.

② Frank Lichtenberg and Donald Siegel, "The Effects of Takeovers on Employment and Wages of Central Office and Other Personnel," Columbia Graduate School Working Paper #FB-89-05, 1989.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业中，比如计算机行业，研发费用的削减比较难以实施。杠杆收购后，公司可能继续生存并偿还了债务，但却落后于竞争对手。1987年以 8.66 亿美元收购军事承包商特拉科（Tracor）公司的案例，就是一个高科技行业不应该进行杠杆收购的例子。在军事行业裁减之后，公司现金流发生了出乎意料的变化。加上高科技行业大量的资本需求，使得公司无法偿付杠杆收购的债务，最终于 1991 年申报第 11 章破产备案。

- 公司资产负债表上的债务限度。相对于公司资产的抵押价值，资产负债表上的负债数额越少，公司的借款能力就越强。如果公司资产负债表上已经不堪重负，那么可能就难以筹集杠杆收购的资金。前期负债限制了公司的借款能力，尽管杠杆收购前公司的负债水平很低，但是杠杆收购以后，公司的借款能力也有可能被用尽。
- 可分离的非核心业务。如果杠杆收购对象拥有的非核心业务能够变卖，迅速偿还公司杠杆收购后的大量债务，那么收购交易就会更容易筹集到资金。这一点无论是对有担保的杠杆收购还是无担保的杠杆收购都很重要。但是如果据以借款的非核心业务的出售价格不切实际，就可能会产生问题。不能及时以投资银行估计的价格出售公司业务，就是 1989 年康波公司破产的主要原因。依靠大量出售公司业务进行的杠杆收购交易被称作分解杠杆收购（breakup LBOs）。
- 其他因素。每一个杠杆收购的对象都有不同的产品或服务，以及不同的发展历程。这些独特的或者无形的因素的存在能促使债权人在举棋不定的时候出借资金。一个不断成长和创新的公司能够给债权人足够的激励，从而盖过一些瑕疵。当然，这些因素，有时也被称作"故事"，最多只是弥补一些不足之处。

担保负债的成本

优先级债务的成本会根据市场条件的变化而变化。优先级债务的利率报价通常与其他利率相关联，比如优惠利率（prime rate）。对一个拥有高质量资产的高质量借款者来说，优先级债务的利率通常高出优惠利率 2～5 个基点。优惠利率是银行向其最优质客户收取的利率。信用等级低一些的借款者需要支付更高的利率。利率由许多经济因素决定，比如美联储的货币政策或者可贷资金的需求等。因此，有担保杠杆收购融资的利率像市场上的其他利率一样，不断变化。这些利率还会受到债权人是否愿意参与融资的影响。有担保杠杆收购的利率有时比经济中的其他利率具有更大的波动性。

担保融资的来源

有担保杠杆收购的资金通常来源于银行内接受资产抵押的贷款部门。融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的数额根据经济状况和杠杆收购业务的不同而变化——这两个因素是互相关联的。

融资缺口

杠杆收购的债权人是收购中非常重要的参与方，目标公司将大量的资产抵押给他。如果借款数额不足以支付目标公司的全部收购价格，就会产生融资缺口：也就是杠杆收购的全部资金需要超过抵押借款可以获得的资金数额。这时候，投资银行就必须寻找其他的资金来源。来源可以是权益投资、从属负债或者超过资产抵押价值的贷款。

把目标公司所有权的一部分卖给外部投资者可以筹集股权资本。从属负债是对抵押资产的索取权排在第二位的一种负债。由于对资产的索取权级别比较低，这种负债通常要求支付更高的利率。能否获得超过资产抵押价值的负债取决于目标公司是否可以给债权人提供其他形式的保障，比如存在可靠的现金流，从而可以按期偿还负债。

无担保的杠杆收购融资

杠杆收购主要通过担保负债与无担保负债的组合进行融资。无担保负债，有时也称作从属负债或者次级从属负债，因为对目标公司资产的索取权排在第二位——所以称为从属的。夹层融资（mezzanine layer financing）通常是指兼具负债特征和权益特征的一种融资方式，尽管带有非常明显的负债特征，但是也具有类似于权益的特征，债权人拥有能够转化成目标公司权益的权证。权证是由公司自己发行的一种衍生证券，允许持有者在特定时间以特定价格购买公司的股票。权证与买方期权（call option）不同，期权是由经纪公司发行的。在行使权证时，公司或者发行新的股票，或者提供库存股票（treasury stock）以满足权证持有者的购买需要。

行使权证时，原股东的所有权会受到稀释。稀释往往在目标公司开始盈利的时候发生。因为这个时候权证的价值上升了。例如在管理层收购中，管理层持有公司很高比例的所有权，如果公司未来盈利了，次级从属负债的债权人就会执行权证，从而大幅度稀释管理层的所有权。尽管这种形式的负债对管理层会有一些不利的影响，但是在没有抵押品担保的情况下，这是吸引债权人参与杠杆收购的必要方式。

权证在计算夹层融资提供者获得的收益中有着非常重要的作用。它们的收益高于单纯的利息收入。因此在计算收益时，需要在利息收入之外加上执行权证获得的权益价值，并且要将公司的盈利能力计算进去，盈利能力确保了权证得以执行。本章的后面部分会说明这个过程。

在前面的讨论中，夹层融资和优先级债务组合在一起满足了融资需要。但是也有一些杠杆收购完全使用无担保的融资。这种类型的杠杆收购不是很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受一些债权人的认可，因为它不像那些用可出售抵押品担保的融资方式那样，能够给债权人提供风险保障。

杠杆收购的资本结构

收购交易完成后，已经私有化的公司的资本结构通常与收购前公司的资本结构不同。表 7—3 罗列了一个典型的杠杆收购中资本结构的不同构成。随着时间变化，不同资金提供者，比如投资银行，在百分比构成上会发生变化。比如，垃圾债券市场崩溃后，投资银行开始退出并购市场，并购浪潮暂告结束，开始了 1990—1991 年的经济衰退。资金提供者的百分比构成有时会具有蒙蔽性，因为银行可以把它们持有的债务卖给其他投资者，不再把这些债务保留在自己的投资组合里面。

收购结束后，资本结构也不是一直保持不变的。公司和债权人的目标是清偿债务。收购后，公司的负债比例会很高。但是一段时间后，公司应该逐渐偿还债务，恢复正常的资本结构。公司通常在 5～7 年内偿还大部分杠杆收购的债务。

公司资本结构中不同组成部分的成本是不同的。一般来说，短期负债的成本要低于长期负债，因为债务合同的期限越长，风险也越大。时间越长，发生一些意外的可能性越大。长期负债的成本通常又低于优先股的成本，优先股的成本依次又要比普通股的成本低。相对于负债，权益承担的风险更高，因此两者存在很大的成本差异。

表 7—3　　杠杆收购的资本结构

证券类型	占资本结构百分比（%）	来源
短期或中期优先级债务	5～20	商业银行
长期优先级债务或从属债务	40～80	寿险公司、一些银行、杠杆收购基金
优先股	10～20	寿险公司、风险投资公司和私人权益公司
普通股	1～20	寿险公司、风险投资公司、管理层和私人权益公司

杠杆收购的融资来源

图 7—10 显示了银行以外的融资来源。在第四次并购浪潮中，这些资金来源迅速扩大，既有担保融资，也有无担保融资，资金提供者包括各种类型的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构投资者，比如寿险公司、养老基金等。机构投资者或者直接积极参与杠杆收购的筹资活动，或者通过杠杆收购基金间接参与筹资。私人权益公司的加入进一步扩大了资金的来源。在并购和杠杆收购中，私人权益资金的作用非常巨大，第 8 章中会有很大一部分来专门讨论这些投资者。

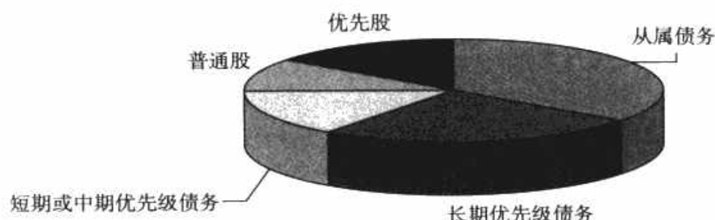


图 7—10 杠杆收购的资本结构

机构投资者希望通过投资于杠杆收购获取更高的收益，超过发放其他形式的贷款所能获得的收益。同时，把资金汇集在一起，能够在更大程度上分散和降低风险。分散化投资旨在降低任何一个借款者的违约风险。一些机构投资者，比如保险公司，愿意充当无担保的投资者，它们通常参与杠杆收购中一种类型以上的融资。这种融资方式称作垂直投资（vertical strips）。在垂直投资中，投资者参与同一笔收购交易中若干层次的融资。比如，他们会持有一些有担保的债务和一种以上的无担保债务以及一些权益。

杠杆收购的各种风险

杠杆收购存在多种风险。杠杆收购的风险主要可以分成两大类：商业风险和利率风险。

商业风险（business risk）是指公司私有化后，无法产生足够的收入来偿还利息和其他短期负债的风险。这类风险需要考虑的一些因素包括经济的周期性衰退和产业内的竞争压力，比如更激烈的价格和非价格竞争。如果公司产品的销售具有很明显的周期性，或者公司所在的行业竞争非常激烈，那么这些公司就未必是杠杆收购的优选对象。

利率风险（interest rate risk）是指利率上升，导致公司短期偿债义务增加的风险。公司采用浮动利率的债务越多，面临的利率风险就越大。即使市场上对公司产品的需求大于预期，并且公司能够将非财务成本控制在合理的区间内，利率的上升仍可能会使公司面临破产风险。在评估未来利率上升的可能性时，可以参考杠杆收购时点的利率水平。例如，如果收购当时的利率水平比较低，那么相对于当时的利率水平来说，利率上升的可能性就会更大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆收购和破产的可能性

杠杆收购中，更高的负债比例和债务偿还要求会增加公司的破产可能性。在杠杆收购中，负债比例的增加非常显著。莱恩和波尔森分析了 1980—1987 年间 284 起私有化交易。[①] 他们发现样本中 58 家子样本公司在杠杆收购前的负债权益比例为 46%，杠杆收购后，平均负债权益比例迅速上升至 552%！在杠杆收购后，那些经营周期性显著、缺乏稳定和可预期的现金流的公司更容易受到经济衰退的负面影响。

在第四次并购浪潮中，高比例负债的杠杆收购和并购交易数量非常多。在 20 世纪 80 年代末的经济萧条时期，这些公司往往无力偿还在并购中产生的债务，大量的公司因此倒闭，如表 7—4 所示。

表 7—4　　第四次并购浪潮中杠杆收购的破产案例

公司名称	业务描述	杠杆收购年份	破产备案年份
Braniff, Inc.	航空公司	1986	1989
Carter Hawley Hale	商业连锁店	1987	1991
Days Inns	酒店连锁业	1988	1991
Farley, Inc.	纺织企业	1988	1991
Federated Stores	商业连锁店	1988	1990
Greyhound Line	公共汽车公司	1987	1990
National Gypsum Co.	建筑材料	1986	1990
Resorts Int'l	娱乐休闲	1989	1990
Revco D. S., Inc.	药品连锁店	1986	1988
Southland Corp.	便利店	1987	1990

资料来源：The 2002 Bankruptcy Yearbook & Almanac。

股东从杠杆收购中获得的收益

哈里·迪安杰洛、琳达·迪安杰洛和赖斯分析了 1973—1980 年间 72 家私

① Kenneth Lehn and Annette Poulson, "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions," *Journal of Finance*, 44, 1989, 771-788.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有化的公司中，股东和管理层从杠杆收购中获得的收益。[①] 在他们的样本中，收购溢价为 56%，高于我们在前面提到过的最近年份的溢价数据。他们得出的结论是管理层愿意支付收购溢价。进入 21 世纪，私人权益资本开始在收购市场发挥主导力量，它们是非常谨慎的收购者。

他们的研究发现在收购交易宣布前后，股东财富的平均变化为 22%。在宣布前后稍长一段时间内，股东的财富变化约为 30%。这与其他并购研究的普遍结论相一致，宣布撤销竞标会导致股东财富下降 9%。

特拉佛罗斯和科尼特（Travlos and Cornett）的研究表明，股东的超常收益与公司市盈率比行业市盈率的比率在统计上存在显著的负相关性。[②] 这意味着与类似的公司相比，市盈率越低的公司，管理不善的可能性越大。特拉佛罗斯和科尼特的解释是，低市盈率反映了公司存在可以通过如降低代理成本等变革措施改善经营管理的空间。私有化可以实现效率收益。这些收益是收购溢价的来源。

股东从部门收购中获得的收益

我们前面提到过管理层收购是管理层从母公司购买某个部门的交易活动。人们常常批评这些交易存在不公平。母公司的管理层也经常被指控偏袒管理层的收购报价。母公司可能不会采用竞价程序，不再寻找更高的报价而直接接受管理层的报价。有一种方式可以考察这些交易是否是真正从股东利益出发的，那就是看交易对股东财富的影响。

在 1989 年，海特和维特萨朋（Hite and Vetsuypens）进行了一项考察部门收购是否会对母公司股东的财富产生负面影响的研究。[③] 许多研究者认为部门收购会带来与效率提高相关的收益机会，因为被收购的部门从母公司的官僚层级中脱离了出来。这可能是管理层进行收购的主要价值来源，但是与根据竞价拍卖产生的公平价格来购买该部门并不矛盾。

海特和维特萨朋没有找到任何证据说明管理层对部门进行收购后，会减少股东财富。他们的研究结果显示，在收购宣布的前后两天，股东财富会有小幅度的增加，并且统计结果显著。他们把这些结果解释为部门收购会导致更高效的资产配置。母公司的股东也能够分享到一些财富收益。

---

① Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, and Eugene Rice, "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth," *Journal of Law and Economics*, 27 (2), October 1984, 367-402. Similar results are found in L. Marais, K. Schipper, and A. Smith, "Wealth Effects of Going Private on Senior Securities," *Journal of Financial Economics*, 23 (1), June 1989, 155.

② Nicholas G. Travlos and M. M. Cornett, "Going Private Buyouts and Determinants of Shareholder Returns," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, No. 8, Winter 1993, 1-25.

③ Galen L. Hite and Michael R. Vetsuypens, "Management Buyouts of Divisions and Stockholder Wealth," *Journal of Finance*, 44 (4), September 1989.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆收购后的公司业绩

一些研究考察了收购后公司经营情况的不同方面。朗和雷文斯克罗夫特（Long and Ravenscraft）对这一领域的研究文献进行了综述，得出了一些结论，我们将在下文中讨论。[①]

总体经营业绩

朗和雷文斯克罗夫特在考察 20 世纪 80 年代进行杠杆收购的公司过程中，找到了用现金流占销售额的比例反映的经营业绩改善的证据。[②] 他们发现 20 世纪 80 年代早期进行的杠杆收购产生的收益更多。在 80 年代后期，现金流占销售额的比例有所下降，但是杠杆收购溢价却有所增加。这表明优良的杠杆收购对象越来越少，交易中介为了获得中介费和潜在收益，往往将一些不太合适的公司也作为杠杆收购的对象。

职位效应

朗和雷文斯克罗夫特指出，在卡普兰、马斯卡瑞拉和维特萨朋（Kaplan, Muscarella and Vetsuypens）的研究中，收购对职位的影响可能是负面的或者并不存在。基钦（Kitching）的另外一项研究表明收购对职位的影响是中立的。收购对工作职位没有影响或者是减少了工作职位。可以比较合理地判断，债务负担越重，收购后公司的管理层就越需要削减成本，减少职位，削减人工成本是一个关键的方面。在 20 世纪 90 年代和进入 21 世纪以来，公司不断追求更高的盈利能力和经营效率，促进人工效率的提高成为收购的另一个原因。

研究和开发活动

杠杆收购对研究和开发活动的影响不是太显著。美国国家科学基金会

---

① Long and Ravenscraft compare the major conclusions of the KKR research with the following studies: William F. Long and David J. Ravenscraft, "The Record of LBO Performance," paper presented at the New York University Conference on Corporate Governance, May 17, 1989; Steven Kaplan, "A Summary of Sources of Value in Management Buyouts," paper presented at the New York University Conference on Management Buyouts, May 20, 1988; Ivan Bull, "Management Performance in Leveraged Buyouts," paper presented at the New York University Conference on Management Buyouts, May 20, 1988; Chris J. Muscarella and Michael R. Vetsuypens, "Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs," *Journal of Finance*, 45 (5), December 1990, 1389 - 1414; National Science Foundation, "An Assessment of the Impact of Recent Leveraged Buyouts and Other Restructurings on Industrial Research and Development Expenditures," prepared for the House of Representatives Committee on Energy and Commerce, 1989; James Kitching, "Early Returns on LBOs," *Harvard Business Review*, November/December 1989, 74 - 81. (The Kitching study was not included in the Long and Ravenscraft review.)

② William F. Long and David Ravenscraft, "The Aftermath of LBOs," unpublished manuscript, University of North Carolina, April 1991.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(National Science Foundation) 的一项研究发现，“1986 年和 1987 年，在 200 家研发活动处于行业前列的公司中，有 8 家公司经历了杠杆收购、回购或其他形式的公司重组，这些公司的研发活动下降了 12.8%。”① 176 家没有经过兼并、杠杆收购或其他重组活动的公司，研发活动平均增加了 5.4%。这个调查提供了一些证据说明杠杆收购会导致公司降低研发费用，虽然说服力还不是太强。如果债务压力会迫使公司进行大规模的成本削减，那么研发活动同样会遭到削减。

资本支出

卡普兰的研究表明收购后公司的资本支出会略有下降，而布尔（Bull）发现在杠杆收购的前一年和收购两年后，经行业调整后的资本支出下降 24.7%（未经行业调整后的资本支出下降 21.9%）。由于研究涉及的区间不同，所以对得出的结论需要小心分析。杠杆收购后经过的时间越长，公司的债务压力就越轻，因为公司会尽量偿还一些负债，降低债务压力。如果杠杆收购要求削减资本支出和研发费用，那么随着利息支付压力的减轻，就不应该再实施支出削减政策。收购时间越长，对预期资本支出的影响就越小。

杠杆收购对产品价格的影响

希瓦利埃（Chevalier）对超市行业的研究找到了一些杠杆收购对产品价格影响的证据，超市行业经历了一系列重大的、以杠杆收购为鲜明特征的控制权变化，这些杠杆收购包括西夫韦食品连锁公司（53 亿美元）、克罗格公司（41 亿美元杠杆化的资本再造）、大众超市（Supermarkets General，18 亿美元）和 Stop&Shop 公司（12 亿美元）。

在她研究的时候，希瓦利埃发现 50 家最大的超市连锁店中有 19 家进行了杠杆收购。她发现这些公司在进行杠杆收购后，会在市场上提高产品售价。经历杠杆收购的公司通常是市场上高定价的公司。超市行业是一个边际利润较低的行业，通常不是杠杆收购的理想对象。如果边际利润低的公司需要支付大量的利息费用，那么毫无疑问，它会通过提高产品价格来应对债务增加带给边际利润的压力。但问题是，行业的低边际利润主要是由竞争压力引起的，在高度竞争的市场上，公司很难在不损失市场份额的情况下提高产品价格。

反向杠杆收购

当一家公司采用杠杆收购私有化后，再度公开上市，就会发生反向杠杆收购（reverse LBO）。如果收购者认为公司的价值因为管理不善而被低估了，

① Long and Ravenscraft, “The Record of LBO Performance,” p. 2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就可以进行反向收购。他们可以购买公司，然后进行各种改革，比如替换高级管理层和开展其他形式的重组活动。如果在新的管理层的努力下，公司转变为一个盈利能力更强的私有企业，那么可以通过公开发行股票的程序再度上市。

如果在进行私有化的时候，股市比较萧条，而公开发行时，股市比较繁荣，那么进行反向杠杆收购就更容易获得成功。[①] 在萧条的市场中，杠杆收购对象的资产价值会被低估，而在牛市中，资产价值会被高估。这个理由说明公司出售者有时想法比较简单，没有意识到短期市场波动的影响。

案例研究

莫顿餐馆和鲁思克里斯公司的反向杠杆收购案例

2002 年 7 月，位于纽约的卡斯尔·哈伦（Castle Harlan）私人权益公司，以15 370万美元的价格收购了莫顿（Morton）牛排餐馆连锁店，莫顿餐馆是一家上市公司。这家公司一直是收购的目标公司，最终将自己出售了。莫顿公司在美国经营着 61 家连锁牛排餐馆。

莫顿餐馆在私有化期间，旗下连锁店的数量不断增长，在权益市场上非常具有吸引力，在 2006 年呈报首次公开发行的注册资料时，卡斯尔·哈伦公司就意识到莫顿公司的股票在市场上会有很不错的价格表现。因为莫顿餐馆的竞争对手之一，鲁思克里斯牛排餐馆有限公司（Ruth Chris Steakhouse, Inc.），1999 年被麦迪逊·迪尔伯恩合伙有限公司（Madison Dearborn Partners LLC）私有化收购了，2005 年 8 月再度上市。麦迪逊·迪尔伯恩公司当初以 19 030 万美元购买了鲁思克里斯公司绝大部分的权益，其中麦迪逊·迪尔伯恩公司的权益投资为 4 710 万美元。[①] 鲁思克里斯公司在美国经营着 86 家牛排餐馆，在墨西哥、中国香港和加拿大等国际市场上也有经营。

麦迪逊·迪尔伯恩公司在首次公开发行中，获得的回报是对鲁思克里斯公司权益投资的 5 倍。[②] 卡斯尔·哈伦公司预期通过公开发行筹资 1.5 亿美元，这个回报相对于它 3 年的投资来说，非常可观。

① Kelly Holman, "Ruth Chris to Serve Up $235 M IPO," *Daily Deal*, April 27, 2005.

② Kelly Holman, "Morton's Aims to Raise $150 M in IPO," *Daily Deal*, December 5, 2005, p. 1.

反向杠杆收购的研究

马斯卡瑞拉和维特萨朋考察了自 1983 年以来 72 家公司的反向杠杆收购，这些公司都是被收购后再次上市。[②] 在他们的研究中，这些公司被收购后，经

① Leslie Wayne, "Reverse LBOs Bring Riches," *New York Times*, April 23, 1987, P. D1.

② Chris J. Muscarella and Michael R. Vetsuypens, "Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs," *Journal of Finance*, 45 (5), December 1990, 1389 - 1414.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营业绩都相当不错。他们发现在这些公司中，所有权结构比较集中，管理层拥有相当比例的权益份额。他们使用传统的会计方法对经营业绩和财务状况进行评价，发现盈利能力的改善主要来自成本削减和收入增加。相对于整个公司的收购，在部门杠杆收购中，业绩表现更加明显。效率收益的主要来源是资本性支出的减少，而不是人工成本的减少。虽然公司在收购融资中增加了负债比例，但是管理层在收购后会采取措施降低负债比例。这些发现表明公司在收购后经营状况要比收购前更好。因此毫不奇怪，与杠杆收购中公司的出售价格相比，公司第二次上市时，股东愿意支付更高的价格。但是这里存在一个问题，如果收购前后管理层基本上没有变化，那么他们为什么没有在收购前的公司中实施这些提高效率的措施，履行对股东的信托责任呢？在部门收购中，这一批评的针对性要弱一些，因为管理层不再是母公司庞大的官僚机构中的一部分，能够采取更加自主的经营行为。在许多私人权益进行的收购中，这一批评的针对性也要弱一些，因为新的私人权益所有者会采取一切可能的改革措施，包括变动管理层，以增加他们的投资价值和再次出售收购来的公司。

霍斯奥森和拉克（Holthausen and Larker）分析了 90 家公司收购后的会计业绩和股票价格表现，这些公司在 1983--1988 年间都进行了反向杠杆收购。[①] 他们发现在首次公开发行后的四年中，这些公司的经营情况要好于行业平均水平。此外，他们还注意到在上市后，反向杠杆收购会增加公司的资本支出和营运资本。他们注意到在所有者结构中，随着管理层持有的权益份额减少，公司的经营业绩会下降。

案例研究

吉布森贺卡公司的反向杠杆收购

维斯瑞公司（Wesray Corporation）收购吉布森贺卡公司（Gibson Greeting Cards）是一个经典的反向收购案例，吉布森贺卡公司是美国历史最悠久的贺卡公司。在前任财务官威廉·西蒙（William Simon）和他的同伴——雷蒙德·钱伯斯（Raymond Chambers）的领导下，维斯瑞公司在 1982 年从 RCA（美国广播唱片公司——译者注）手中购买了吉布森贺卡公司。他们支付了 5 800 万美元的现金并承担了 2 260 万美元的债务。在 1983 年 5 月，维斯瑞公司将吉布森公司公开上市，通过发行股票获得 3.3 亿美元的价值。

具有讽刺意味的是，吉布森贺卡公司在这次著名的 1983 年反向杠杆收购后，遇到了财务困难。1995 年，它的经营状况输于美国礼品公司（American Greetings）和贺曼公司（Hallmark），只占有贺卡市场 10%的份额。公司在 1994 年的收入是 54 880 万美元，亏损 2 860 万美元。[①] 1992 年公司最大的客户法莫公司

① Robert W. Holthausen and David F. Larker, "The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts," *Journal of Financial Economics*, 42 (3), November 1996, 293-332.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Phar-Mor, Inc.) 宣告破产。紧接着在 1994 年，吉布森公司披露自己从事衍生产品（利率掉期）投资，亏损了 2 300 万美元。1994 年末，该公司的另一个大客户 F&M 销售公司（F&M Distributors, Inc.）也进行了第 11 章破产备案。整个 20 世纪 90 年代，该公司的财务状况都比较紧张。吉布森公司的零售业务调整战略存在很多不足。而它的主要竞争对手，贺曼公司和美国礼品公司则逐渐发展为行业内领先的销售商，取得了价值最高的货架位置。吉布森公司发展很慢，只能与那些弱势的零售商为伍，很多那样的零售商最后都破产了。

2000 年，吉布森公司宣布以 1.63 亿美元卖给竞争对手美国礼品公司。有意思的是，在 1996 年吉布森公司曾经拒绝了美国礼品公司出价两倍的收购。

① Raju Narisetti and Wendy Bounds, "Sale of Gibson Greetings Inc. Is Considered," *Wall Street Journal* (July 7, 1995), p. A4.

杠杆收购的监管和披露规则：美国证券交易委员会 13e-3 法规

美国证券交易委员会的 13e-3 法规旨在对管理层自己参与私有化交易的一些问题进行监管，是对《1934 年证券交易法》的修订。这个规则的适用范围包括：私有化交易中的使股东人数少于 300 人的股票回购，或者之前的上市公司不再在交易所挂牌交易，或者上市公司退出交易商之间的报价系统。这个规则要求私有化的公司填报 TO 表。第 3 章中我们讨论了这份文件需要披露的内容。对于管理层收购而言，这份文件必须包括除管理层收购之外的其他可选计划，以及外部董事的作用。

充当白衣骑士的杠杆收购

目标公司的管理层可以把杠杆收购用作反收购战略的一部分，从而取代恶意收购，给股东提供一个可以接受的报价。这个现象在第四次并购浪潮中比较普遍，但是随着 20 世纪 90 年代杠杆收购活动的整体放缓而逐渐减少。

在对 1980—1984 年间的 11 起杠杆收购案例的研究中，施莱弗和维什尼发现这 11 起收购活动中，有 6 起是为了击退恶意收购的威胁而进行的。这些威胁包括直接的恶意股权收购或者购买公司的股票以获取控制权。[①]

杠杆收购、其他债务持有人的立场和财富转移

近年来，各种针对杠杆收购的批评的一个热点是，承担高额负债和发行

① Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Management's Buyouts as a Response to Market Pressure," in Alan Auerbach, ed., *Mergers and Acquisitions* (Chicago: University of Chicago Press, 1988), pp. 87 - 103.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

垃圾债券会给当前债权人的投资价值带来什么影响。在实际中债权人并不参与公司决策，得不到应有的关注。额外的负债增加了公司在杠杆收购后必须支付的固定支出。这样会增大公司因无法履行这些支付义务而不得不破产的可能性。

1988 年 11 月 RJR 纳贝斯克公司的收购事件中就遇到了这个问题。杠杆收购宣布之后，公司现有债务的价值急剧下跌。在宣布收购的那一周，一些债券跌幅达到 15%，即每 1 000 美元面值下跌了 150 美元。投资价值的下跌引起了债权人对 RJR 纳贝斯克公司收购的密切关注，当然，债权人很早就认识到这方面的问题。在 1985 年梅西公司（R. H. Macy and Company）36 亿美元的收购提案宣布时，该公司的股票价格升至每股 16 美元，而公司债券的价格下跌了 3%以上。

持有即将进行杠杆收购的公司发行的债券的投资者会发现，杠杆收购宣布之后，他们所持债券的价值和评级都迅速下降。这损害了债券持有人，尤其是机构投资者的利益，约翰·J·克里登（John J. Creedon）——大都会人寿保险公司（Metropolitan Life Insurance Company）的首席执行官怒言道："信用评价原来很高的债券一夜之间就变成了垃圾债券。管理层应该对公司所有的委托人承担责任，包括债权人。"① 大都会保险公司所持有的 RJR 公司价值 34 000 万美元的 A 级债券降级为垃圾债券，损失了 4 000 万美元。20 世纪 80 年代，公司接管和杠杆收购活动对债券价值的影响非常显著，一旦一家公司成为接管和杠杆收购的对象，信用评级公司就会降低对它的评级。在第四次并购浪潮中，信用评级机构将未来发生杠杆收购的可能性列为信用考察的一个额外因素，与传统的行业基本情况和经济因素并重。

杠杆收购宣布后，由于债券持有者和 RJR 纳贝斯克公司存在严重的利益对立，使得大都会人寿保险公司在纽约州法庭起诉纳贝斯克公司。大都会保险公司在起诉中指控纳贝斯克公司的一小部分管理者以牺牲债权人的利益为代价为自己谋取财富，这些债权人是真心诚意地投资于纳贝斯克公司。反对者则主张债权人是在争夺对公司经营和决策的控制权，这些权利只能为股东所有。他们认为如果债权人想要得到这些权利，就应该承担购买股票的风险，而不是购买风险相对较低的债券。

图 7—11 列示了债权人和股东之间的冲突，随着 1988 年 10 月和 11 月 RJR 纳贝斯克公司接管战争的热化，公司的股价不断上升，这种情况在接管竞争中经常发生。但是纳贝斯克公司未偿付债务的价值下跌了，市场认为纳贝斯克公司被收购后，风险增加了，违约可能性也增加了。整个债券市场都感受到了这种副作用，由于担心其他的债券发行公司也会发生这种情况，其他债券的价值也都下跌了。

债券持有者声称收购会导致财富从债权人向股东转移或者被不恰当地分

---

① "Bondholders Are as Mad as Hell—and No Wonder," *Business Week*, December 5, 1988, p. 28.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

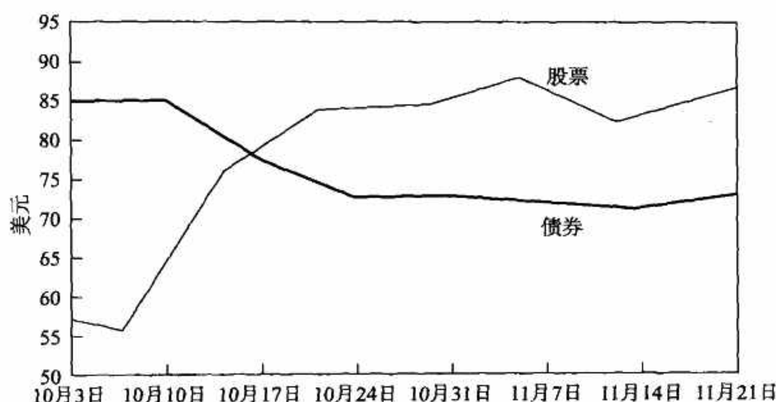


图 7—11　RJR 纳贝斯克股价飚升的同时债券价格下滑：

RJR 纳贝斯克 2017 年到期的 $8\frac{3}{8}$ 债券的价格和股票收盘价

资料来源："Battle Erupts Over Bonds," *New York Times*, November 27, 1988, p. 21. Copyright © 1988 by the New York Times Company. Reprinted by permission.

配；他们认为董事会对债权人也应该负有信托责任，就像对股东那样。他们争辩债权人也像股东一样承担着"事件风险"。发生杠杆收购是另一种形式的事件，债权人在购买公司债券时必须考虑到。

1989 年 5 月 31 日，联邦审判裁定 RJR 纳贝斯克公司和债权人之间不存在"隐性契约"（implied covenant），没有契约规定公司不能从事诸如杠杆收购等严重降低债券价值的行为。法庭规定，这样的契约必须书面订立，才具有约束力。

财富转移效应的实证研究

媒体上常常会有抗议，公司被私有化以后，债权人会遭受损失。大量的媒体报道在一定程度上说明，这些交易中普遍存在着财富从债权人向股东转移的效应。但是莱恩和波尔森的研究并没有发现这种转移效应的存在。[①] 他们发现杠杆收购后优先股和债券的价值并没有下降。这个结论与特拉佛罗斯和科尼特的结论有些矛盾。[②] 特拉佛罗斯和科尼特的研究确实发现了在私有化提案宣布后，债券和优先股的价值会下降，但是下降的幅度很小。

这一领域的研究比较有限，不足以支持存在大规模财富转移效应的论断。

---

① Ken Lehn and Annette Poulsen, "Leveraged Buyouts: Wealth Created or Wealth Distributed," in M. Weidenbaum and K. Chilton, eds., *Public Policy Towards Corporate Takeovers* (New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, 1988).

② Travlos Nicholas and M. M. Cornett, "Going Private Buyouts and Determinants of Shareholder Returns," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 8 (8), Winter 1993.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实证研究表明，即使存在财富转移效应，也非常不明显。但是纳贝斯克收购交易的事实与这个结论相矛盾。这似乎意味着实证结果不适用于大规模交易，比如纳贝斯克公司的收购，在这个收购中，债券等级和公司的负债比例都发生了巨大的变化。垃圾债券市场的衰退，限制了大规模交易的发生，减少了研究这个问题的数据。

对债权人的保护

在大都会人寿保险公司的诉讼案中，法庭作出的判决不利于债权人，公司债券的购买者开始要求更大程度的保护，防止因"事件风险"而遭受财务损失。作为应对措施，他们和债券发行人商定，一旦收购事件使他们所持债券的价值下降，他们就收回全部本金。一旦发生恶意收购者购买大量股票的活动或者发生其他的诸如管理层领导的收购活动等，这个契约就生效。由于加强了保护程度，根据发行者的财务状况，债券购买者支付的利率要稍高一些。利率结构根据信用等级变化的程度确定。

在合约中采用毒药卖权（poison put）的形式能够提供更大程度的保护，这个卖方期权能够让债券持有人以商定的价格把债券卖还给发行人。在纳贝斯克的案例发生之前，毒药卖权通常仅仅在私有公司的债券或者新发行的垃圾债券中使用。在纳贝斯克公司债券降级事件发生之后，购买高质量的公开发行的债券的投资者也会要求一些类似的保护措施，尤其是一旦他们发现所持有的债券很快会与其他发行风险较高的债券沦为同一级别时。毒药卖权也可以被用作"驱鲨剂"（Shark repellent），即公司通过发行毒药卖权，给恶意收购者制造财务障碍（参见第 5 章）。进入 20 世纪 90 年代末期和 21 世纪早期，债券投资者对这些保护措施的需求下降了。由于经常发生大规模的杠杆收购，加上世界范围内大量的杠杆收购活动，公司债券的风险溢价中早已考虑到了收购事件。

破产所得和杠杆收购前债权人的利益

如果杠杆收购失败了，而公司必须申请破产保护，那么杠杆收购前的债权人就可以通过证明交易是欺诈性的资产转移行为，而使部分交易失效。杠杆收购前的债权人会抗议公司没有把他们提供的债务资金利用好，而是用来支付溢价给股东。假定未来会发生这样的争议，公司需要在进行杠杆收购的时候证明，公司有足够的资产能保障债权人的利益，并且能够合理预期未来的现金流足以支付旧账和新账。公司和债权人可以聘用第三方公司进行杠杆收购前的清偿力评估，从而确定公司在进行交易的时候，具有足够的清偿力，并有足够的资本继续经营下去。第 11 章中将进一步讨论这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例研究

瑞富科公司的杠杆收购

1986 年 3 月 11 日，瑞富科公司（Revco）收到了由悉尼·德沃金（Sidney Dworkin）领导的管理团队发出的收购要约，悉尼·德沃金是公司当时的首席执行官。要约提出以 11.6 亿美元收购公司的药品连锁店，这是当时药品行业内位居第二的杠杆收购案例。但是杠杆收购之后，公司的经营业绩低于预期，最终成为一个失败的大型杠杆收购案例。瑞富科公司的杠杆收购案例非常经典，但是失败了，因此这个私有化收购交易值得我们进一步研究。

产业背景

在杠杆收购发生前的十年间，药品商店的销售增长非常迅速，1976—1986 年间，平均年增长率为 11.6%。① 在收购协商期间，对 1987—1988 年的销售增长率预期为 7.5%～8.0%。由于客户需求的增加，新开张了许多药品连锁店。有些公司通过购买其他连锁店实现扩张。其中一个例子是来德爱公司（Rite Aid Corporation）收购格雷平价药品（Grey Drug Fair）连锁店，这家药店原先为宣伟涂料公司（Sherwin-Williams Paint Company）所拥有。

制药行业采取了许多革新措施来提高生产率，包括增加计算机的使用来追踪和加强存货控制。竞争压力迫使这个行业不断提高效率。食品和药品的联合店以及折扣药品店的出现引入了更激烈的竞争。人们把制药行业看做是美国经济中两个长盛不衰的行业之一（另一个是食品行业）。在其他条件相同的情况下，经营周期性不明显的公司是杠杆收购的优选对象，因为需求的周期性波动不大，现金流不太可能出现突然的、不可预期的下降。

在收购后的两年内，药品行业表现依然很好。销售额不断增长，并且利润率没有下降。公司越来越多地使用专用商标，这使公司能够以非常具有竞争力的价格把高边际利润的产品卖给消费者。1985 年 10 月艾克德药品店（Eckerd Drug Stores）的杠杆收购激发了瑞富科公司的收购案，在这起收购中，瑞富科公司以 11.84 亿美元的价格被私有化。药店行业出现大量规模巨大的杠杆收购的原因是，该行业整体经营良好，市场上利率不断下降，并且这些公司具有产生现金流的能力。

瑞富科公司的行业地位

截至 1986 年 8 月 23 日，瑞富科公司是美国最大的药品连锁店，在 30 个州有 2 049 家连锁店。公司大部分商店集中分布在密歇根州、俄亥俄州、宾夕法尼亚州、北卡罗来纳州、南卡罗来纳州、佐治亚州、弗吉尼亚州、田纳西州、亚利桑那州和得克萨斯州。尽管瑞富科公司在很多领域进行了多样化的经营，但是公司绝大部分收入还是来自传统的药品。1986 年，瑞富科公司的子公司欧德罗公司（Odd Lot）和坦吉博公司（Tangible Industries）占据了市场上 5% 的销售额。这些子公司批发出售清仓商品。而公司普通的和专有品牌的药品与维生素产品创造了 1986 年销售额的另外 5%。

瑞富科公司杠杆收购的背景

瑞富科公司的前身是雷加尔公司（Regal D. S., Inc.），一家位于底特律的药

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品连锁店。1966 年，这家公司以瑞富科的名称公募上市，并将公司总部搬到俄亥俄州的克利夫兰市。这家公司不断发展壮大，购买了维生素制造商卡特格罗高实验室（Carter-Glogau Laboratories）。瑞富科公司还购买了斯坦顿公司（Stanton Corporation），这家公司经营测谎仪。瑞富科公司的首席执行官悉尼·德沃金，从 1956 年起就在公司工作了，当时他做会计工作。悉尼·德沃金见证了瑞富科公司逐渐发展成为美国最大的药品连锁店之一的整个过程。到 1983 年，这家公司在 28 个州拥有 1 700 家商店。公司的销售额将近 20 亿美元，利润年增长 37%，令人咂舌。

1983 年，卡特格罗高公司制造的维生素造成了 38 名婴儿的悲惨死亡，人们纷纷谴责这家公司。因此，瑞富科公司的股价一落千丈。德沃金担心当前被低估的瑞富科公司会被别人收购。于是他通过大量购买公司的股票进行防御，他认为这是在向公司伸出援助之手。1984 年 5 月，瑞富科公司购买了欧德罗贸易公司（Odd Lot Trading Company），这家公司旗下有 70 家折扣店，收购中支付了价值 1.13 亿美元的股票，数额达到瑞富科公司所有发行在外的股票的 12%。

小道消息说德沃金和公司新的大股东——欧德罗公司的前所有者——伯纳德·马登（Bernard Marden）和艾萨克·珀尔马特（Isaac Perlmutter）之间存在私人矛盾。①在传闻中，德沃金让自己的两个儿子密切涉足瑞富科公司的业务经营，但是遭到了马登和珀尔马特的反对。还有传闻说马登和珀尔马特想要收购瑞富科公司。最后瑞富科公司以 9 820 万美元买回了他们持有的股份。德沃金与马登和珀尔马特之间的矛盾，以及由此导致的股票回购，标志着德沃金在公司地位的下降。董事会反对德沃金让其儿子涉足公司事务，因此德沃金不得不从公司外部聘用一位新的董事长——威廉·爱德华兹（William Edwards）。股票回购给瑞富科公司带来了财务压力，因为股票回购的资金来源于负债。公司需要支付的利息费用增加了，与此同时，瑞富科公司无法使欧德罗公司继续保持盈利。到 1985 年，瑞富科公司产生了 3 500 万美元的亏损，亏损的原因主要是大量的卡式磁带滞销。

瑞富科公司的杠杆收购

为了解决公司财务危机和挽回自己在公司的影响，沃德金聘请了所罗门兄弟公司和泛大陆服务集团公司（Transcontinental Services Group）——一家欧洲的投资公司——来安排杠杆收购计划。德沃金提供给股东的报价是每股 36 美元，比杠杆收购宣布前 4 个月的平均交易价格高出 6 美元。消息一经公布后，引起了哈夫特家族（Haft family）的强烈兴趣，他们通过下属公司达特集团（Dart Group）提出了更高的报价。德沃金不得不把自己的报价提高到每股 38.50 美元，总金额高达 12.5 亿美元。投标过程历时几个月，最终公司还是接受了德沃金的出价。

杠杆收购使瑞富科公司的负债增加了 4 倍，达到 13 亿美元。瑞富科公司计划出售非药品业务来偿还债务。与此同时，公司还计划扩张经营规模，计划新开 100 家连锁店。这个计划非比寻常，因为大多数杠杆收购后都需要通过缩减经营规模、出售资产来偿还债务。由于担忧公司财务状况，董事会批准了一项由董事长威廉·爱德华兹亲自执行的营销方案。这个营销战略放弃了瑞富科公司一直以来众所周知的每日最低价、周末特价和促销的战略。营销战略的一个要点是扩张

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司产品线，进军电视机、家具和录像带领域。看到原先熟悉的药品商店内出售家具，顾客对此感到非常困惑。在公众的消极反应下，瑞富科公司的利润继续下降。

1987年3月，德沃金被免去首席执行官的职务。爱德华兹努力采取各种措施来使公司起死回生。比如削减价格来出清存货，通过促销增加销售量。但效果却使顾客对公司的战略更加迷惑不解，公司经营状况进一步恶化。1987年10月，公司任命博克·塞尔斯（Boake Sells）——Dayton Hudson公司前董事长——为公司首席执行官，来拯救瑞富科公司的经营。但是这些努力太迟太少了。对于瑞富科公司来说，1987年的圣诞节简直就是一场灾难，许多必要的和基本的产品供应不足，比如牙膏，而电视机和家具等产品大量堆积。伴随着销售的不断下降，固定支出仍然居高不下，公司现金流面临着非常严峻的问题。

瑞富科公司的财务状况

在杠杆收购私有化16个月之后，瑞富科公司无法偿还4 600万美元的到期利息，成为第一个失败的大规模杠杆收购案例。20世纪80年代，在杠杆收购之前，瑞富科公司一直保持着盈利，直到1987年都保持着正的现金流入，但是收购后，公司反而无法产生足够的收入来支付越来越高的固定费用。简单地说，销售额不够高会令人产生误解。在1987年前，销售额每年都不断增长，但是1987年的销售额跌落至1985年的水平。根据杠杆收购前的预期，瑞富科公司会保持更高的销售额。如果仅仅是1987年销售额的下降，还不足以使这家负债程度不太高的公司陷入破产局面，但是杠杆收购带来的大量负债不容忽视。事实上，审计师的报告认为公司在杠杆收购前对经营状况的预期太过乐观，不切实际。其他出现问题的杠杆收购也同样存在着预期过高的特点。

杠杆收购前，瑞富科公司的流动性并不是太好。当时公司滞压了大量的存货无法在市场上出售。而杠杆收购前就很高的负债水平使问题更加复杂。结果就是，一旦公司无法实现高额的销售预期，就不得不进行破产备案。

瑞富科公司最终在1992年申请第11章破产保护。随后公司很快再次进行收购和兼并活动。1994年4月，公司以6亿美元购买了Hook-SupeRx药品连锁店，这次收购使瑞富科公司又回归到药品行业中的第三位，仅次于沃格林公司（Walgreen Co.）和来德爱公司。1995年末，来德爱公司试图以每股27.5美元的价格购买瑞富科公司，总金额为18亿美元，来组建美国最大的药品连锁店，共计4 500家店面。1996年4月，美国联邦贸易委员会以反对垄断为由阻止了这项收购交易。

这次事件导致CVS公司在1997年以37亿美元的价格收购瑞富科公司。为了避免垄断的嫌疑，CVS公司同意把114家瑞富科公司的商店出售给艾克德公司，把6家商店出售给美信医药国际连锁（Medical Shoppe International）。在收购了瑞富科公司之后，CVS公司继续通过并购进行扩张。在2004年的分散收购（split acquisition）中，CVS公司购买了艾克德公司半数的商店（计1 260家）以及艾克德公司的邮购和药品业务，总价共计22.5亿美元。2006年1月，CVS公司又从艾伯森公司手中购买了700家商店（主要是Osco药品店）。2006年11月，CVS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司投标210亿美元申购保健药品利益管理公司。这个上游垂直整合战略能带给人们一些思考，就像默克公司下游垂直整合战略的失败一样，在默克公司的整合战略中，公司购买了美可药品利益管理公司，随后又将其出售了。

① "U. S. Industrial Outlook," U. S. Department of Commerce, Washington, D. C., 1998.

② "Revco: The Anatomy of a Failed Buyout," *Business Week*, October 3, 1998, 58 - 59.

小 结

杠杆收购是一项融资技术，在杠杆收购中，主要通过负债筹资来购买上市公司的所有权。收购后，上市公司被私有化。20世纪80年代，杠杆收购被广泛运用，许多机构投资者都参与了杠杆收购的融资活动。随着交易规模越来越庞大，融资结构发展出许多不同的层次，包括担保负债、无担保负债以及权益融资。杠杆收购首先是作为有资产支持的借款交易为人们所知晓的，参与的公司通常拥有大量的固定资产和许多尚未使用的借款空间。20世纪80年代，大型杠杆收购的交易者积极地推动融资技术的发展，公司现金流杠杆收购越来越普遍，这种融资技术不需要大量的资产作为抵押，但是需要有可观的和稳定的现金流。高额的收购溢价使许多收购交易取决于公司经营的现金流，而不是传统的以资产做抵押的借贷。

那些私有化公司的股东往往能够获得巨大的收益，这些收益中有一部分是以牺牲债权人的利益换来的，这些债权人眼睁睁地看着自己持有的债务价值急剧下跌。收购后，公司债务的市场价值通常都会下跌，因为评级机构调低了对这些债务的评级。债券持有人只能在以后的借款合约中寻求一定程度的保障，比如使用卖方期权，这个卖方期权让债权人有权在收购后以特定的价格将债务卖给发行人。

几家20世纪80年代进行了私有化的公司在进入20世纪90年代后，遭遇经营失败。高额的债务负担和1990—1991年的经济萧条、回天无力共同导致公司经营的失败。财务上大手笔的巨无霸交易不见了。但是投资者仍然对杠杆收购充满了兴趣，他们试图从风险较小的交易中获取高额的回报。股票市场的繁荣也使得私有化交易不再划算。

第五次并购浪潮中，杠杆收购在国际范围内展开。尤其是欧洲，2005年，仅欧洲就发生了多起大规模的杠杆收购案例。虽然美国的杠杆收购交易的数量也增加了，但是欧洲杠杆收购的增长更加引人注目。亚洲的杠杆收购数量也有增加，但是杠杆收购主要还是发生在美国和欧洲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章

收购和退市业务的融资发展趋势，包括对冲基金和私人权益基金

本章包含四个部分，相互之间的联系比较松散。第一部分考察现金和证券如何进行组合来满足收购活动的融资需要，并且如何随时间发生变化。当一家公司提出股权收购另一家公司时，必须确定用来购买目标公司的现金、负债和权益的组合。这不是单边的决定，因为整个购买价格和融资组合必须得到目标公司及其股东的认可。尽管现金和债务有很明显的不同，但是收购融资中的现金通常都是通过负债筹借的。我们可以看到，随着时间变化，收购中使用现金、负债和权益的比例也是变化的，多种因素决定了各部分的构成。本章中我们还会探讨最近的一些发展趋势。例如，我们会看到不同国家的融资结构不同。

本章中除了讨论并购融资中各部分的组成结构外，还会讨论并购融资的一些重要发展趋势。其中一个趋势是私人权益市场的产生。这个市场在国际范围内发展成为并购领域中非常重要的一个方面。私人权益公司通常联合在一起为收购筹措高达几十亿美元的资金。进入 21 世纪，这些公司吸引了大量的资本，非常积极地从事并购业务。近年来，私人权益公司筹集资金的能力又进一步增强。我们看到，许多私人权益公司在交易中相互联合成为合伙人而不是竞争者。这在很大程度上提高了它们进行大规模交易的能力。此外，对冲基金和其他投标人也加入私人权益公司的行列，与私人权益公司一起竞争，参与对目标公司的收购。对冲基金会进行彻底的收购，它们通常购买大量的权益，然后督促管理层采取措施提高股东价值。

在第五次并购浪潮中，并购交易的数量上升到了前所未有的高度，到今天依然保持着很高的水平。投标人在不借助垃圾债券市场的条件下，为进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彻底的收购筹集资金，购买公司的绝大部分份额。进入21世纪，通过垃圾债券融资的收购只占到了全部收购交易中的很小一部分——尤其是与第四次并购浪潮相比。我们会进一步探讨产生这一趋势的原因。其中一个原因是杠杆负债在收购融资中发挥了更加重要的作用。

收购融资中现金与股票比例的发展趋势

过去50年来，收购融资中使用现金与股票的比例发生了很大的变化。如表8—1和图8—1所示，现金所占的百分比从1985年的51%上升到1988年的56%，但是在1992年跌落至22%。有若干个原因可以作出解释。一方面，在20世纪80年代的后5年，公司业绩普遍比较好，与前些年相比，公司持有的现金数量增加了；另一方面，一些被看做是现金交易的业务实际上还是依靠垃圾债券市场来融资的，这些交易表面上是现金支付的，但是实际上，投标人依靠负债获得支付给目标公司股东的现金。我们会在本章的后面部分进行讨论，在第五次并购浪潮中，垃圾债券作为融资来源的地位发生了很大的变化。

表8—1　　并购的支付趋势：1980—2004年

年份	现金（%）	股票（%）	其他组合（%）	负债（%）
1980	47	31	21	1
1981	42	34	23	1
1982	38	29	31	2
1983	32	35	33	0
1984	43	26	30	1
1985	51	23	26	0
1986	42	32	26	0
1987	41	34	24	1
1988	56	21	22	1
1989	46	30	23	1
1990	40	31	28	1
1991	34	34	31	1
1992	22	40	37	1
1993	25	40	35	0
1994	26	39	34	1
1995	27	37	36	0
1996	34	37	28	1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

年份	现金（%）	股票（%）	其他组合（%）	负债（%）
1997	40	33	27	0
1998	44	30	26	0
1999	46	30	24	0
2000	49	32	18	1
2001	45	27	27	1
2002	56	22	21	1
2003	59	18	22	1
2004	57	18	24	1
2005	54	19	25	2
平均	42.2	30.1	27.0	0.8
1980—1989 年平均	43.8	29.5	25.9	0.8
1990—1999 年平均	33.8	35.1	30.6	0.5
2000—2005 年平均	53.3	22.7	22.8	1.2

资料来源：*Mergerstat Review* 1992 and 2006。

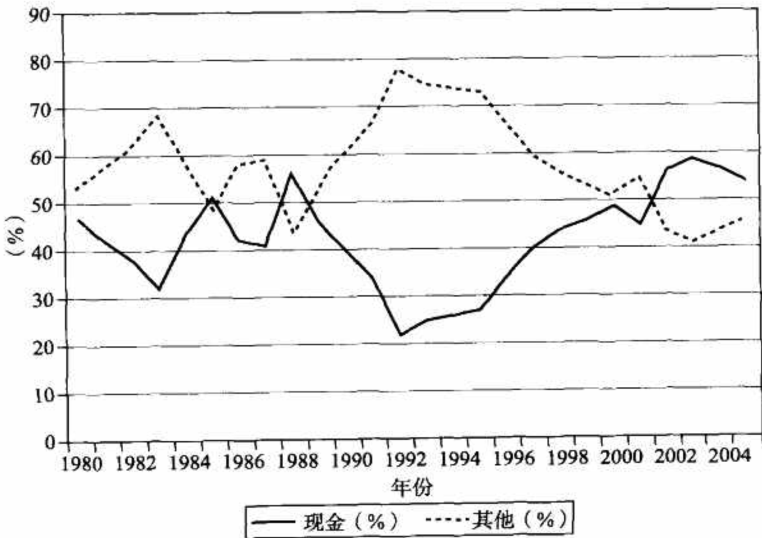


图 8—1 出价的现金比例，1980—2005 年

资料来源：*Mergerstat Review* 2006。

在第五次并购浪潮中，美国并购融资中使用的现金比例稳步增加。在 1990—1991 年经济不景气的阶段，由于经济发展减缓，并购融资中的现金比例下降非常显著，与此不同的是，在 2001 年经济不景气的时候，现金比例仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从 2000 年的 49%下降到 2001 年的 45%，然后在 2002 年就增加到 56%，并在 2003 年增加到近 20 年来的最高比例 59%，2004 年的时候为 57%。这一发展趋势产生的原因可以从图 8—2 中看到，该图显示了 S&P 500 公司的平均现金持有量。我们可以看到过去 10 年中，在 2001 年经济不景气的前后，公司的现金持有量有所下降，但是在随后的几年迅速增加。与这种趋势相对应，并购交易中现金支付的比例也在增加。这些原因很好地解释了收购融资中权益融资的发展趋势。

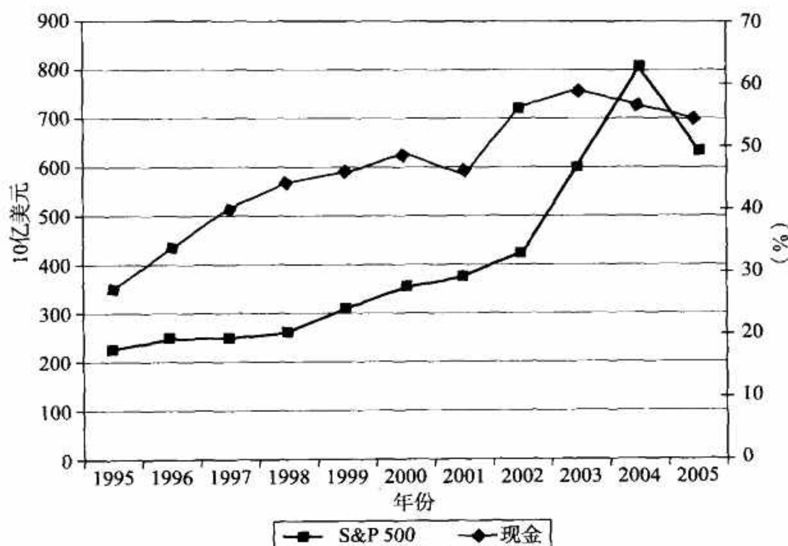


图 8—2 S&P 500 公司的现金持有量与并购支付中的现金比例

资料来源：*Mergerstat Review* 2006 and Standard & Poor's。

由于持有大量现金而促成的一个并购案例是强生公司在 2005 年股权收购佳腾公司。波士顿科学公司不断提出更高的报价，强生公司认为收购出价已经背离了公司的价值，于是退出了投标竞赛。在 2000—2005 年间，强生公司的现金持有量稳步增长（见图 8—3）。公司需要决定是用大量的现金进行一项收购活动还是将现金以股利或股份回购的方式退还给股东。[①] 强生公司后来转移了对佳腾公司的注意力，在 2006 年以 166 亿美元收购了辉瑞公司的消费品部门。

从表面上看，随着投标公司权益价值的增加，公司的股票价格会上升，这符合逻辑。公司愿意使用这个升值了的“货币”为收购投标进行融资。但是考虑到在股票市场上涨的时候，目标公司的权益价格也上涨了，上述联系就会产生问题。但是图 8—4 中并没有表现出这种联系，该图显示了 S&P 500

① 一些公司虽然持有大量的现金，但是既不支付股利，也不回购股份。一个例子就是伯克希尔哈撒韦公司（Berkshire Hathaway），2005 年公司报表上显示有价值 430 亿美元的现金及现金等价物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

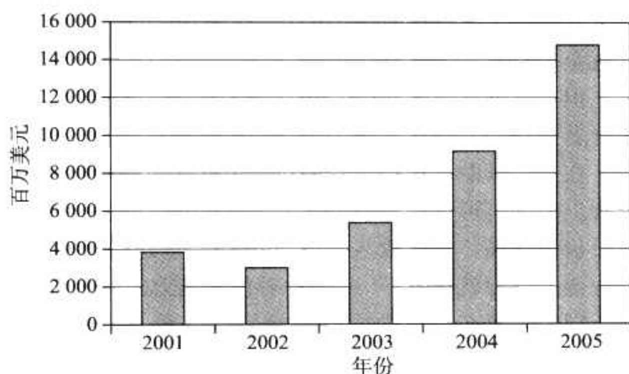


图 8—3 强生公司的现金及现金等价物，2000—2005 年

资料来源：*J&J Annual Report*。

的价值和并购中股票支付所占的比例。20 世纪 90 年代股票市场达到顶峰，但是并购中股票支付的份额下降了。在本章后面部分我们会看到，在选择股票作为交易支付方式的过程中，除了考虑投标公司的股票价值之外，其他各种因素也发挥了作用。各种相关的因素包括：管理层持有的股票数量，机构投资者和其他投资者持有的股票数量。

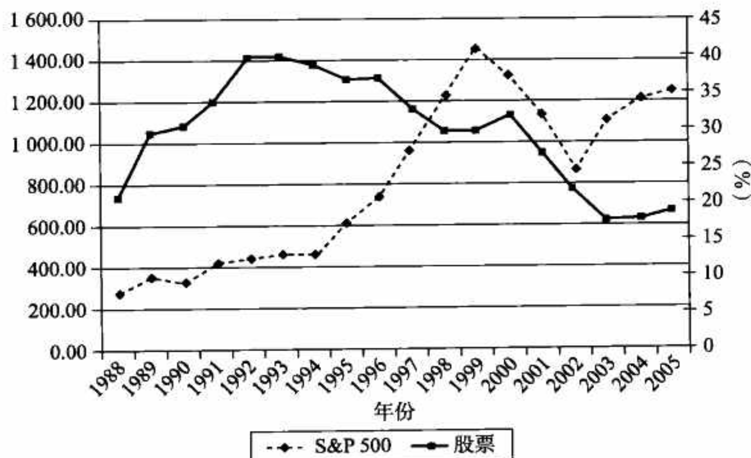


图 8—4 S&P 500 与并购中股票支付的比例

资料来源：*Mergerstat Review* 2006 and Standard & Poor's。

债务融资和出价的现金部分

公司通常需要确定最经济的现金持有量。相对于大多数的长期资产，现金和其他流动性资产的收益率比较低。因此公司需要管理资产结构中的现金部分，从而使持有的现金水平既能够保证公司拥有足够的流动性，支付到期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的流动负债，又能够有一定的富余以应付突发事件。[①] 因此，在收购融资中需要现金的时候，公司就会通过负债来获得现金。虽然也可以把股票转化成现金，但是债务的成本更低，因此债务比股票在成本方面更具有优势。所以我们会看到现金交易在本质上还是债务融资的交易。

在第7章中，我们看到公司的负债能力会受到一些因素的影响，比如尚未抵押出去的有形资产的数额，以及投标人预测的收入和现金流。有形资产的货币价值越高，预期收入和现金流的水平越高越稳定，公司发行债务筹措交易现金的能力就越强。[②] 收购中对负债能力的评估与其他资本性投资决策的评估不同，需要在评估中同时考虑目标公司与投标公司双方的资产和现金流，因为这些是交易完成后，合并在一起的公司真正可以获得的资源。

有时候如果预期一项收购需要使用现金，公司可能会寻找其他的现金来源，与此同时积累流动资产。例如，在2005年，许多公司的现金持有量都要高于通常水平（见图8—2）。2005年前后，美国公司现金持有量增长的原因有若干个。其中最基本的原因是在经济持续繁荣的情况下，公司的盈利水平和现金流水平都比较高。此外，一些临时性税法的变革使美国公司收回更多的海外投资利润，因此短期内增加了公司的利润和现金持有量。

国际性的以股换股交易：货币问题

当一个国家的公司想要收购位于另一个国家的目标公司时，由于这两个公司的股票分别以不同货币标识，就需要收购方公司采取一些额外措施。通常是由出价公司发行以目标公司所在国货币标价的存托凭证（depository receipts）。2000年南美洲第二大的收购交易就是这样一种情况，当时西班牙电信公司（Telefonica of Spain）想要收购巴西的两个电话公司（Telesp公司和TSC公司）。这笔交易是以股换股的交易，完成这笔收购后，西班牙电信公司可以在巴西占有很大的市场份额。为了完成股票交换，西班牙电信公司向两个目标公司——Telesp公司和TSC公司的股东发行了巴西存托凭证（Brazilian Depository Receipts，BDRs），同时向目标公司的美国投资方发行了美国存托凭证（American Depository Receipts，ADRs）。

股东的财富效应与支付方式

收购者向目标公司股东支付收购对价的方式会对双方公司的股东都产生

---

① See Stephen Ross, Randolph W. Westerfield, and Bradford D. Jordan, *Fundamentals of Corporate Finance* (New York: McGraw Hill, 2003), pp. 673 - 691.

② Armen Hovakimian, Tim Opler, and Sheridan Titman, "The Debt-Equity Choice," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 2001, 1 - 25.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重大的影响。我们可以看到，这些效应根据我们采用的视角是短期的还是长期的而不同。

目标公司：支付方式的短期效应

研究表明现金收购对目标公司价值的影响比股票收购的影响更大。例如，在对 204 笔交易样本的研究中，黄和沃尔金（Huang and Walking）发现，在规定了收购的类型和反收购的力度后，现金收购会带给目标公司更高的收益。[①] 他们把现金收购的高溢价归因于税收效应。他们得出结论，因为用现金支付的收购需要发生成本，所以股东会要求更高的溢价。后来的研究肯定了黄和沃尔金的发现，现金收购会有更高的溢价。[②] 有意思的是，在对 1980—1988 年间的 84 个目标公司和 123 个投标公司的样本研究中，沙利文、约翰逊和赫德森（Sullivan，Johnson and Hudson）发现，在收购完成后，现金支付带来的高收益仍然继续存在。他们的解释是，市场会重新评估现金收购的目标公司，会因为采用现金支付而给予它们更高的估价。当有投标人对目标公司表现出收购兴趣时，目标公司的市场价值会增加，会吸引其他投标人参与收购竞标。这就是投标人为什么会在收购前要求目标公司签署不出售协议的原因之一。它们知道，收购要约的提出会给目标公司创造额外的价值，它们不希望目标公司使用投标人创造的价值来吸引新的投标人，与原先的投标人展开竞争，阻碍收购。新的投标人要与原先以现金报价的投标人进行竞争，就必须同样采用现金报价，如果它们采用证券（取决于发行的证券和发行的公司）报价，就会在竞争中处于劣势。

收购公司：支付方式的短期效应

前面提到过，在宣布收购后，收购方公司的股价收益为零或为负值。常（Chang）分析了对上市或非上市公司进行收购的企业在短期内的宣告效应，同时也考察了这些效应如何随现金收购和股票收购的方式不同而不同。[③]

采用 1981—1992 年 281 起交易的样本进行研究，常发现上市公司宣布以现金收购时，股价的超常收益近似为零，并且在统计上不显著，而宣布股票收购时，股价的超常收益为 2.64%，并且在统计上显著。在对非上市公司的收购中，现金收购的收益在统计上也不显著，但是股票收购的收益为

---

① Yen-Sheng Huang and Ralph A. Walking, "Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements," *Journal of Financial Economics*, 19, 1987, 329 - 349.

② Michael J. Sullivan, Marlin R. H. Johnson, and Carl D. Hudson, "The Role of Medium of Exchange in Merger Offers: Examination of Terminated Merger Proposals," *Financial Management*, 23 (3), Autumn 1994, 51 - 62.

③ Saeyoung Chang, "Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns," *Journal of Finance*, 53 (2), April 1998, 773 - 784.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

−2.46%，统计上显著。总之，他发现在现金收购中，收益基本为零，并且不是随收购上市公司还是收购非上市公司而改变。但是在股票收购中，上市公司正的股票价格变化与非上市公司负的股票价格变化形成鲜明的对比。用来解释这个结果的理论是，当股票转移给控制权比较集中的公司中的少数股东时，监控会更加严格。更严格的监控会减少不利的代理效应和增加公司价值。市场预期到这一点，股价就会上升。在本章后面我们会看到，这个结论与其他相关管理层持股的影响以及机构投资者和大股东持股的影响研究的结论基本一致。

收购公司：支付方式的长期效应

常研究发现现金收购的收益为零，这与洛克伦和维吉（Loughran and Vijh）的研究发现相矛盾，他们发现现金收购在长期具有正的超常收益，而股票收购的超常收益为负。① 这两项研究的主要区别在于，洛克伦和维吉采用了长期的视角来考察他们的结果，而常关注于短期的宣告效应。

洛克伦和维吉发现，在收购5年后，股票收购的超常收益平均为−25%，而现金收购的超常收益平均为61.7%！差异非常巨大。高什（Ghosh）的研究在一定程度上支持洛克伦和维吉发现的长期效应。他发现，在现金收购中，用总资产周转率来衡量的公司业绩会得到改善，而在股票收购中，现金流等业绩指标会下降。② 但是他的研究中没有考虑合并后的公司规模变化，合并后公司的规模会变得更大，股票收购和现金收购的业绩差异会消失。现金交易中的公司规模要比股票交易中的公司规模更大。高什认为公司业绩改善的主要原因是现金收购后的公司规模更大，而在股票收购中，公司合并后的规模通常要小一些。

支付方式和管理层所有权

在投标人持股比较集中的情况下，一部分股东就可以控制目标公司大部分的股份和投票权，如果投标人发行新的股份来为收购融资，那么他们的持股比例就会受到稀释。③ 一些研究力求证实采取股票融资的收购会导致控制权的稀释。在一项对20世纪80年代早期的209例并购活动的研究中，阿米休德、列夫和特拉佛罗斯（Amihud，Lev and Travlos）发现，选择股票融资还是现金融资进行收购与投标公司管理层和公司董事的持股情况存在显著的负

---

① Tim Loughran and Anand M. Vijh, "Do Long Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?" *Journal of Finance*, 52 (5), December 1997, 1765–1790.

② Aloke Ghosh, "Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?" *Journal of Corporate Finance*, 7, Issue 2, June 2001, 151–178.

③ Rene M. Stulz, "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 25–54.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相关关系。① 他们的研究表明，管理层拥有的权益份额越高，公司进行股票收购的可能性就越小。高什和鲁兰（Ghosh and Ruland）进行了进一步的研究，考察了1981—1988年的212例并购活动。② 他们也发现投标公司的管理层持股与股票融资的收购存在负相关关系。然而这一领域的研究并没有发现股票融资与管理层持股存在线性关系。马丁研究了1978—1988年间846家上市与非上市公司的收购案例，也证实了在所有权份额的一定区间内，股票融资与管理层持股存在负相关关系。③ 他发现这个区间是所有权份额的5%～25%。如果收购方公司的管理层拥有的所有权份额高于或低于这个区间，管理层持股与股票融资就不存在什么关系。如果管理层的持股份额过低，管理层对收购就没有多少控制权，所有权的稀释对他们的影响也不大。类似的，当管理层的控制程度比较高时，虽然发行股票收购后，他们的持股份额被稀释了，但是他们对公司还是拥有相当强的控制权。

高什和鲁兰的研究还考察了目标公司的管理层持股与收购支付形式之间的关系。他们发现股票收购与目标公司高比例的管理层持股正相关。他们还发现，当管理层持股份额比较高，同时又是股票收购时，收购后目标公司的管理层继续留在公司任职的可能性更大。我们会在本章的稍后部分详细讨论这个结论。高什和鲁兰发现，在决定收购对价的支付形式中，目标公司管理层的持股份额是很重要的因素。当目标公司的管理层持有相当数量的公司股票时，他们会影响支付的方式，他们会要求收购公司采用股票而不是现金来交换目标公司的股份。这说明他们希望在合并后的公司中仍然拥有控制力，这能更好地确保他们今后继续留在公司内任职。我们有时候会看到现金交易中支付的溢价更高，这是因为目标公司管理层在考虑控制权的同时还会考虑其他因素，比如收购的税务处理。当然情况不同，结论也会有所不同，由所有者控制的企业会更加偏好现金支付，因为通过接受现金，所有者能够使投资变现，退出投资。当然，即使是在这种情况下，收购者也可能会要求前所有者继续保持对企业的所有权，将投资逐步变现。

支付方式、管理层持股和管理职位的保持

如果收购方公司的管理层非常看重控制权，就会尽量避免股票收购，因为股票收购会稀释他们的控制权。④ 在这种情况下，我们可以合理推断如果目标公司的所有者看重控制权，他们就会接受股票支付而不是现金。前面提到

① Yakov Amihud, Baruch Lev, and Nicholaos G. Travlos, "Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions," *Journal of Finance*, 45, 1990, 603-616.

② Aloke Ghosh and William Ruland, "Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions and Executive Job Retention," *Journal of Finance*, 53, 1998, 785-798.

③ Kenneth Martin, "The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities and Managerial Ownership," *Journal of Finance*, 51 (4), September 1996, 1227-1246.

④ Yakov Amihud, Baruch Lev, and Nicholas Travlos, "Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions," *Journal of Finance*, 45 (2), 603-616.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过，高什和鲁兰发现“目标公司管理层持股和股票收购可能性之间存在显著的正相关关系”。他们还发现当收到股票而不是收到现金时，目标公司的管理层继续在公司任职的可能性更大。理解这个结论的时候，需要知道在恶意收购中，更可能采用现金融资而不是股票融资。现金的价值是有明确界定的，不像证券那样可能存在潜在的估值缺陷和流动性不足。总的来说，现金收购案例中的恶意收购要比同样数量的股票收购案例中的更多。在恶意收购中，目标公司的管理层被取代的可能性更大，而善意收购要好些。当目标公司管理层持有相当数量的股份时，收购者就要想尽办法让他们接受要约。如果收购者的要约能够满足这些股东的要求，目标公司接受要约的可能性就更大。对目标公司管理层而言，他们需要继续在收购后的公司内任职。如果能以股换股，收到合并后公司的股票，目标公司的管理层就能参与董事会的选举，继续留在公司任职。

信息不对称、支付选择和收购者业绩

针对管理层更加倾向于使用股票为收购进行融资，公司财务中提出了各种假设。与其他融资方式（比如负债）相比，在股价被高估时，使用股票进行融资的可能性会更大。[①] 由于管理层和董事会知道更多的关于公司未来利润和收益的信息，他们对公司预期利润和收益的评估会比市场更加可靠。当他们看到市场估值过高时，就会发行股票。将这个原理应用于收购，假设市场领会到管理层宣布股票收购的真正意图，并把它看做一个负面信号，即管理层认为股票被高估了，那么收购交易和融资决策宣告后，收购方公司的股票价格就会下降。阿米休德、列夫和特拉佛罗斯的研究支持这个结论，他们发现当管理层持股份额比较低时，收购方的收益表现为负。但是当管理层持股份额比较高时，市场反应就不是负面的。他们假定市场认为在管理层持股份额比较高的情况下，收购交易不会使公司价值下降。而当管理层持股份额比较低时，管理者的利益与股东的利益就不太一致，会产生代理冲突。当公司中管理层的持股份额比较低，同时又发行股票进行收购融资时，在这种情况下，市场就不能确定收购交易是完全出于股东的利益还是出于管理者自己的需要。

机构持股、大股东和股票融资

管理层持股并不是影响收购中采用股票融资的唯一因素。马丁发现机构持股与股票融资也存在负相关关系。他发现公司的股票被机构持有得越多，

---

① S. Myers and N. S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, 1984, 187 - 221.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就越不会采用股票来为收购融资。这些机构似乎在监督管理层是否愿意使用股票来收购目标公司。无论机构是直接持有还是间接持有公司的股票，他们都不愿意管理层发行更多的股票来收购其他公司，从而稀释他们的持股份额。马丁的实证研究确认了詹森等人的主张，詹森认为机构和大股东持有的股份比例越高，他们就会越密切关注公司的管理和经营业绩，而如果持股份额少，就不会有足够的激励和收益来促使他们密切地关注公司。①

私人权益市场

私人权益市场（private equity market）是一个巨大的资金集合，这个市场上的资金主要来自各类大投资者的投资，市场上的资金主要用于投资公司的权益。当私人权益投资取得上市公司100%的发行在外的股份时，我们就说这是在进行私有化，如果股权收购的资金一部分来自私人权益基金的投资资本，同时更多的来自借贷资金，我们就称之为杠杆收购。私人权益基金对收购交易进行的投资非常普遍，因此有人也将私人权益基金称为杠杆收购基金。当然这些公司可以使用较多的权益资金和较少的负债资金。使用负债资金的价值在于它具有放大正收益的杠杆作用。

私人权益资金还可以进行其他投资，比如为初创期的企业提供风险投资。为这个目的而筹集的资金被称为风险投资基金。这些风险投资可能完全使用投资基金的资本金，而不必去筹借资金。这可以使目标公司在得到私人权益基金的权益投资后，拥有更多的负债能力。私人权益资金可以获取公司少数的股份，也可以获取公司大部分的股份。风险投资通常还包含其他的激励机制，比如股票期权，从而能够让承担风险的投资者在企业经营成功后，获得更多的收益。

私人权益资金总是寻找那些价值被低估的投资。当公司股票的交易价值低于基金经理评估的价值时，整个公司就是一个很好的投资机会。在公司改变经营战略或者筹集现金的时候，计划出售的业务部门也为私人权益资金提供了很好的投资机会。一家国际酒业联合公司——帝亚吉欧（Diageo），同时经营着皇冠（Smirnoff）牌伏特加酒、健力士（Guinness）牌啤酒和金快活（Cuervo）牌龙舌兰酒，后来公司认识到不同的酒品牌，如刚才提及的那些品牌，其他的还有百利甜（Baileys Irish Cream）酒，以及汉堡王（Burger King）部门出售的汉堡和薯条，它们之间没有很多协同效应。2002年的这个案例中，公司就是将自己某个具有投资价值的业务部门出售了。得克萨斯太平洋集团和高盛集团在2002年以15亿美元从帝亚吉欧那里收购了汉堡王。

---

① Michael C. Jensen, "Corporate Control and the Politics of Finance," *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, 1991, 13-33.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出售方与私人权益基金的估值和协商

私人权益公司为了获得令人满意的投资收益，它们需要以极具吸引力的价格购买目标公司。当私人权益公司认为目标公司当前的管理比较糟糕时，就可以通过委任新的管理团队和实施必要的经营变革，提高公司的价值，使其超过当前基于未经调整的现金流估算的价值。这两种价值之间的差异为收购谈判和价格确定提供了基础。如果目标公司经营状况良好，双方都合理地估计了公司现金流经风险调整后的现值，那么既要让出售方实现公司的价值，同时又要让私人权益公司的投资获得高额回报，其中可以操作的空间就比较小。2006 年，位于盐湖城的价值 130 亿美元的工业公司——亨茨曼公司（Huntsman Corp.），与私人权益公司——阿波罗管理公司之间收购谈判的破裂就是这样一个案例。亨茨曼公司在 2005 年发生了亏损，出售价格无法让阿波罗公司获利。2005 年末的时候也出现了类似的情况，当时食品连锁店艾伯森公司不同意私人权益集团提出的收购条款。这导致收购者放弃购买艾伯森公司，后来所有者还是将这个公司以调整后的 109.7 亿美元出售。如果要把公司卖给私人权益公司，出售者接受的报价要能够让私人权益公司在若干年后把公司再次卖出时，获得收益。尽管私人权益公司有时也会发生估值错误，但它们还是会很仔细地确保不要支付过多的资金，因为它们的收益主要来自当前买入价格和最终卖出价格之间的差额，以及公司在持有期间的收入。

私人权益公司进行部分权益投资的例子

2006 年 1 月，一家私人权益公司——得克萨斯太平洋集团的下属子公司，新桥资本公司（Newbridge Capital Ltd.）——以 8 亿美元的价格购买了台湾的台新金融控股股份有限公司（Taishin Financial Holding Co.）。台新公司在台湾交易所上市交易，是台湾地区最大的信用卡发行机构。2005 年 6 月，台新公司收购了彰化商业银行（Chang Hwa Commercial Bank）22%的股份。这是台湾一系列银行业收购案例中的一个，最后双方进行了合并。新桥资本公司希望注资合并后的公司，如法炮制自己在韩国对一家银行的投资运作。20 世纪 90 年代末期，韩国银行业发生了一系列危机，经历了银行业改革。1999 年，新桥资本公司购买了韩国第一银行（Korean First Bank），2005 年又以 3 倍于初始投资的价格卖出了自己持有的股份，当时渣打集团有限公司（Standard Chartered PLC）以 33 亿美元接手了韩国第一银行。[1]

---

[1] Laura Santini and Kate Linebaugh, "Newbridge to Pay $800 Million for Taishin Stake," *Wall Street Journal*, January 28 - 29, 2006, B3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私人权益公司进行完全收购的例子

我们提到过，私人权益基金（private equity funds）总是寻找价值被低估的资产，改善这些资产，然后以较高的价格再次出售。威尔伯·罗斯通过他的私人权益公司——威尔伯罗斯有限公司（Wilbur Ross & Co. LLC），极具艺术性地进行了这样的实践。在21世纪早先几年，他把眼光聚焦于面临困境的钢铁行业，收购了钢铁行业昔日的巨人LTV公司（参见第3章中有关LTV公司合并的案例），然后又购买了阿克梅钢铁公司（Acme Steel Co.）和伯利恒钢铁公司（Bethlehem Steel Corp.，另一家昔日的钢铁巨人）以及韦尔顿钢铁公司（Weirton Steel Corp.）。他把这些钢铁公司合并成一家，称为国际钢铁集团（ISG），总部位于俄亥俄州的里奇菲尔德。后来他将这个企业卖给了另一家公司，即米塔尔钢铁公司的前身。米塔尔公司是由其位于荷兰的姐妹公司，伊斯帕特国际公司（Ispat International NV）以133亿美元收购了LNM公司的股份后组建的。伊斯帕特国际公司以45亿美元的价格收购了国际钢铁集团，组建了世界上最大的钢铁公司。罗斯的公司最初投资了3.43亿美元，据称后来获得了7倍的投资收益。[①]

私人权益投资变现后的并购机会

我们说过，私人权益公司努力寻找价值被低估的投资机会，采取改良措施提高企业的市场价值，然后再把公司卖掉。出售公司的方式常常是首次公开发行（IPO）。有人会想，出售后目标公司得到了合理的估值，短期内应该没有再次被收购的机会了。通常情况是这样的，但是也有大量的例外，私人权益公司持有的公司在首次公开发行后，很快又被收购了。2005年8月，在KKR和凯雷集团将泛美卫星控股公司（PanAmSat Holding Corp.）公开上市后，6个月不到就宣布把泛美卫星控股公司再次卖给国际通信卫星有限公司（Intelsat Ltd.）。类似地，2006年，凯尔索公司（Kelso & Co.）将厄尔乔根森公司（Earle M. Jorgensen Company）首次公开发行上市，之后不到一年，厄尔乔根森公司就决定与信心钢铁和铝业公司（Reliance Steel and Aluminum Co.）进行合并。尽管在首次公开发行中，公司的价值反应了预期现金流经过风险调整后的现值，但是这一价值并不包括收购者看到的公司合并后的协同效应价值，因此这些交易仍是有意义的。这些很快进行的并购交易并不经常发生，但也并不罕见。

一些人批评有些私人权益收购者其实并没有做什么具体的事情，被收购

① Renee Cordes and David Carey, "International Steel Group Goes for $4.5 Billion in Cash and Stock to LNM Group," *The Daily Deal*, October 26, 2004.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司仍然是换汤不换药。私人权益收购者以低廉的价格买入公司，然后粉饰一下财务业绩，再以较高的价格出售，公司的价值并没有得到实质性的增加。在这样的收购中，目标公司的股东有时会鼓励董事会拒绝接受收购，并认为公司自己也能够实施那些私人权益购买者可能采取的改善措施。但是这里存在疑问，为什么在私人权益收购者出现之前，管理层不采取增进公司价值的措施呢?

主要的私人权益公司

私人权益公司（private equity firm）可以筹集资金设立几个不同的基金。投资者根据参与基金的份额，获得一定数量的利润，基金的利润中要扣除运作基金的管理费用。表 8—2 罗列了一些主要的私人权益基金以及它们的净收入与市场份额。

表 8—2　　主要的私人权益公司

公司名称	净收入（百万美元）	市场份额（%）
KKR	456	4.9
黑石集团	439	4.7
凯雷集团	368	4.0
阿波罗管理公司	240	2.6
J. P. 摩根合伙有限公司	233	2.5
高盛资本合伙公司	230	2.5
安佰深股权投资集团	215	2.3
摩根士丹利资本合伙公司	179	1.9
华平投资集团（Warburg Pincus）	178	1.9
贝恩资本公司	176	1.9

资料来源：Dealogic Revenue Analysis。

私人权益基金的合伙性质和“俱乐部交易”

私人权益基金既可以单独收购目标公司的股票，也可以与其他私人权益公司联合在一起收购目标公司。联合在一起进行的收购有时被称作“俱乐部交易”。联合在一起能够分散风险。许多基金规定，一项投资使用的资金不能超过基金总资产的某个比例，比如 10%，这时就有必要把几个基金联合在一起进行投资。在一笔 100%的收购中，如果基金总值为 100 亿美元，收购交易不使用负债，那么在任何标准下，这家大型私人权益公司的出资都不能超过 10 亿美元。因此它们会选择与其他私人权益公司联合在一起，共同完成一项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大规模的收购交易。2005 年 3 月就发生了这样的案例，当时银湖合伙有限公司（Silver Lake Partners）与其他六家私人权益公司携手以 108 亿美元联合收购了胜科金仕达数据系统，完成了当时第二大的杠杆收购。其他参与收购的私人权益公司分别是黑石集团、KKR 公司、得克萨斯太平洋集团、高盛合伙有限公司和美国私募股权投资公司。

私人权益公司参与收购的积极性很高，相互之间常常在收购目标公司的竞标中成为竞争对手或者合作伙伴。2005 年 8 月，KKR 公司与银湖合伙有限公司联合以 26 亿美元的价格收购安捷伦科技公司（Agilent Technologies, Inc.）的半导体产品业务就是这样的一个例子。1999 年惠普公司实施业务集中战略，将安捷伦科技公司分离了出来。安捷伦科技公司在 2005 年也实施业务集中战略，出售自己的芯片和照明业务。公司的 CEO 威廉·沙利文（William Sullivan）说道，作为一个多样化经营的公司，与同行业的公司相比，安捷伦公司“市场的交易价值被低估了 25%～35%”。[①] 他认为通过剥离公司的一些业务，让经营更加集中，能够提高市场对公司的估值。在和另外两个收购集团的竞标中，KKR 公司与银湖公司胜出了，另外两个投标集团一个是贝恩资本与华平投资集团，另一个是得克萨斯太平洋集团、CVC 合伙有限公司（CVC Partners）与弗朗西斯科合伙有限公司（Francisco Partners）。

如果我们考虑到私人权益基金或者联合基金的借款能力，这些基金的收购能力就会变得非常惊人。私人权益基金的规模进入 21 世纪后得到了大幅度的增长。2005 年 3 月凯雷集团公司组建了 100 亿美元的基金，将 3/4 的资金用于在美国的投资，1/4 的资金用于在欧洲的投资。如果这些资金与债务融资相配套，投资于一项或少数几项交易，那么可以购买的公司规模会远远大于私人权益购买的典型公司的规模。随后在 2005 年，华平投资集团组建了 80 亿美元的基金，高盛集团组建了 85 亿美元的基金。这些基金拥有的大量现金支撑了第五次并购浪潮之后的并购活动。

出售给其他的私人权益购买者

私人权益领域的另外一个变化是，一些私人权益公司愿意从其他私人权益公司那里购买公司。在以前，私人权益购买者不认为可以从购买其他私人权益公司几年前买入的企业过程中获得收益。在第五次并购浪潮之后，这个观点发生了改变。在当前的市场上，一些私人权益公司认为其他人可以将目标公司的规模发展到一个更高的水平上。于是就会把公司再次卖给那些具备专业技能、能够扩展公司规模的其他购买者。每一个私人权益购买者都可以将专业技能引入目标公司。公司于是就通过“传递”给第二家私人权益公司得到发展。

---

① Pui-Wing Tam, "Agilent Unveils Broad Restructuring," *Wall Street Journal*, August 16, 2005, p. B8.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在“金融资本购买者”手中，公司业绩可能会更好

在金融资本购买者，比如私人权益公司的控制下，某些类型的公司可能会经营得更好。上市公司面临着权益市场的压力，无论行业本身是否存在周期性波动，都需要能够产生稳定的收入。如果来自市场的压力会导致公司作出以牺牲长期价值为代价的管理决策，那么这家公司在金融资本购买者的管理下，作为一家非上市公司，可能会经营得更好，金融资本购买者关注的核心是投资，与企业性质是一致的。

私人权益基金的投资者

私人权益公司筹集资本的来源多种多样，包括养老基金等机构投资者。这些投资者把入股私人权益公司看做是提高投资组合收益的一种方式。进入21世纪，在利率下降、股市低迷的时候，这种方式的重要性更加突出。这些机构投资者会把一部分资金投入各种不同的私人权益基金：那部分资金通过投入若干个私人权益基金得到了分散化配置。此外，它们总体的投资组合也通过持有其他投资工具，比如股票、债券和货币市场工具等得到了分散化配置。

富有的个人也是私人权益基金的投资者。他们也会把一部分资金投资于私人权益基金，以获取高额的回报。随着基金规模的迅速扩大，个人投入私人权益基金的资金比例越来越小。

案例研究

私人权益公司的上市——KKR公司的首次公开发行

2006年私人权益市场的发展迈入了一个崭新的阶段，当时科尔伯格-克拉维斯-罗伯茨公司（KKR）宣布进行价值50亿美元的首次公开发行。一直以来，私人权益公司都是从机构和个人投资者那里筹集资金。作为私人权益界的先驱者之一，KKR公司通过向股东公开发行股票来筹集新投资基金的举措吸引了市场的关注。但这并不是私人权益公司第一次公开发行股票。2006年3月，位于纽约的里普尔伍德（Ripplewood）私人权益公司的控股公司——RHJ国际公司（RHJ International）——在布鲁塞尔交易所上市，这是第一次崭新的转变。KKR公司最后在阿姆斯特丹的泛欧交易所上市。这家位于纽约的私人权益公司之所以要去欧洲市场发行股票，而没有在美国的证券交易所上市，是因为美国法律对信息披露有着更加严格的要求。一直以来私人权益公司都尽量避免披露过多的信息，以防止竞争对手从这些信息中获得情报。只要投资者能够收到预期的回报，信息披露就不是一个太大的问题。但是在美国法律下，就必须遵守相关的披露规则。

公开上市募集资金给私人权益公司开展业务带来了一些问题。证券市场通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只注重眼前的利益。这会迫使上市交易的公司采取短期政策，以牺牲长期增长为代价获得短期收益。当然，许多私人权益公司还是会从长期的视角来考虑投资。KKR 公司将如何与新的投资者合作，我们拭目以待。

私人权益基金的收益和费用

根据《汤普森风险经济》（Thompson Venture Economics）的报告，在1995—2004 年间，私人权益基金的平均收益率是 12.5%，这与同时期小型上市公司股票的长期收益率相近，高于同时期大型公司股票和债券的平均收益率。[1] 其他数据来源，比如剑桥联合会（Cambridge Associates）的数据显示，私人权益基金的平均年收益率在 3%以上。但是 2005 年的收益率下降非常显著。图 8—5 显示了过去 10 年和 20 年期间私人权益基金的收益率变化，这些收益率的波动幅度比较大。由于这些收益率要高于整个市场上权益投资的平均收益率，因此私人权益公司的管理者会向投资者收取较高的费用。费用的收取范围大约是总资产的 1%～2%或者基金总利润的 20%，或者两者结合。风险投资基金会收取 1.5%～2.5%的费用，或者收取基金投资利润的 20%。[2]

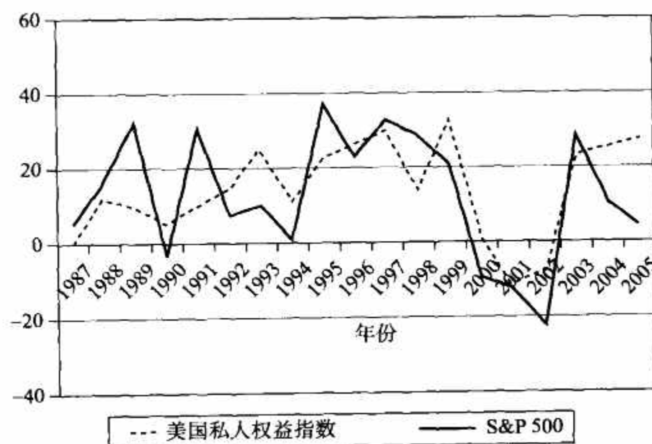


图 8—5 剑桥联合会的私人权益指数与 S&P 500 指数

资料来源：Cambridge Associates LLC U. S. Private Equity Index and selected benchmark statistics, December 31, 2005。

① Laura Santini, "Ontario Teachers Make Grade with Private Equity Plays," *Wall Street Journal*, August 15, 2005, D1.

② Paul Gompers and Joshua Lerner, "An Analysis of Compensation in the Venture Capital Partnership," *Journal of Financial Economics*, 51, 1999, 3－44.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

21 世纪的金融工程和私人权益交易

20 世纪 80 年代的并购交易中使用权益资金的比例相对比较少，主要是筹借成本比较低廉的债务来进行交易。收购者通常会把目标公司进行拆分，用出售业务单位所得来偿还债务，这个过程称为金融工程交易（financial engineering deals)，今天这种交易并不多见。进入 21 世纪，私人权益收购者对公司和行业的了解越来越深入，通常还会有一支专门的管理团队来提高公司价值。私人权益公司的管理者不再是仅仅进行财务操作，而不采取任何经营措施提高公司的价值。

通过负债发行股利

除了通过出售公司把投资变现外，私人权益公司从公司的投资组合中获取收益的方法还有很多种。近年来，我们看到一些私人权益公司通过增加负债来发行股利。私人权益公司收购了公司后，通过发行债券等方式，增加被收购公司的负债，然后用负债资金向基金投资者支付股利。2004 年 9 月就有这样一个案例，当时 KKR 公司以自已收购的泛美卫星公司的名义发行了 2.5 亿美元的债务票据，然后把这笔钱支付给投资者，这些投资者就在一个月前以 43 亿美元的价格购买了泛美卫星公司。在前面提到的私人权益投资者购买汉堡王的案例中，仅 2006 年一年，收购者就给自己支付了 4 亿美元的特殊股利，这部分资金中有将近 3.5 亿美元是汉堡王通过负债筹集到的。2006 年 5 月，汉堡王以 4.25 亿美元的价格首次公开发行，偿还了公司为发行股利而举借的债务。收取的股利加上发行所得最后为私人权益投资者三年多的投资带来了 115%的回报![①]

管理费用和终止费用

除了通过让被收购公司负债来发行股利外，私人权益有时还会向被收购公司收取 1%～2%的管理费用。这些费用主要是用来支付私人权益公司发生的一般性管理费用，但有时也是它们收入的来源。这些公司还会向被收购公司收取一些费用，从而让公司代表继续留在董事会。当公司被卖出时，它们还会收取“终止费用”。当然并不是所有私人权益公司都收取这些费用，具体安排视不同公司而定。

---

① Maxwell Murphy, "Private Investors in Burger King to Get Dividend," *Wall Street Journal*, February 4－5, 2006, B4.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私人权益基金的收益特征

图 8—5 中的数据显示私人权益基金的收益率并不高于市场收益率。卡普兰和肖（Kaplan and Schoar）的研究证实了这一点，他们考察了私人权益公司中杠杆收购基金和风险投资基金的收益率。[①] 他们发现，在扣除费用以前，杠杆收购和风险投资基金的收益率超过 S&P 500。但是在扣除了费用之后，这些基金相对比较好的业绩就不见了。我们还记得一些低成本的投资工具，比如在交易所交易的基金以及常规的共同基金，可以让投资者以相对较低的成本获得市场收益率。因此私人权益基金必须比市场运作得更好，才能与它们较高的管理费用相匹配。但是并没有太多的证据能够支持它们运作得更好。

吸引人们关注的另外一个投资业绩特征是，共同基金经理维持收益的能力。这是指在一段时期内获得高于平均水平的收益率，并且在以后都继续保持高于平均水平的收益率。事实并不足以证明共同基金的经理能够保持长期的收益率。[②] 但是卡普兰和肖找到了基金总经理业绩具有可持续性的证据。

卡普兰和肖还考察了流入私人权益基金的资本。和人们预期的一样，资金流与基金业绩正相关——既在基金层面上，也在行业层面上。他们发现良好的行业业绩能吸引更多的投资基金，但是许多基金后来的表现并不是太好。也就是说，良好的行业业绩会吸引专业技能不够强的经理组建新的基金，但是基金的业绩不如行业成长和吸引资金那时候的业绩。许多新成立的基金后来都消失了。

对冲基金

对冲基金（hedge funds）是开放式投资基金（open end investment funds）或者共同基金（mutual funds）的另一种替代品。对冲基金经理不向投资者公开募集资金，因此不需要像共同基金那样进行公开报告。由于对冲基金不需要面对严格的报告要求，因此投资者不太容易获得它们的收益数据。当收益比较高的时候，投资者可能不太关心基金的投资报告，但是当收益低于预期时，投资者往往就会需要基金经理对令人失望的业绩作出完整的解释。尽管对冲基金可以提供的数据并不是太多，但是对冲基金发展的成功是毫无疑问的。据称在美国有 1 万亿美元的对冲基金在运作，有 8 000 位对冲基金经

① Steven N. Kaplan and Antoinette Schoar, "Returns, Persistence and Capital Flows," *Journal of Finance*, 60 (4), August 2005, 1791 - 1823.

② Mark M. Carhart, Jennifer Carpenter, Andrew Lynch, and Daniel Musto, *Review of Financial Studies*, 15, 2002, 1439 - 1463.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理在工作。对冲基金进行的交易占到纽约证券交易所所有交易的一半以上。①表 8—3 列示了对冲基金研究公司（Hedge Fund Research, Inc.）报告的十只最大的对冲基金。

表 8—3　　前十大对冲基金

公司名称	资产（百万美元）
Orbis Global Equity	6 345
Highbridge Capital	5 700
Bridgewater Pure Alpha I	5 308
Fairfield Sentry	5 180
Orbis Optimal (U.S.)	4 017
Winton Diversified Futures	4 010
Cerberus International	4 000
Shepherd Investments International A	3 937
King Street Capital	3 609
Ashmore Emerging Markets Liquid Inv.	3 350

资料来源："Largest Hedge Funds," *Pensions & Investments*, 33, Issue 26 (December 26, 2005), p. 40。

一直以来，对冲基金都采用各种积极的投资战略。包括卖空、掉期、套利和使用负债来增加潜在收益。与私人权益基金类似，对冲基金从机构投资者和富有的个人那里筹集资本。小规模投资者是无法提供大量的初始投资资金的，只有极少数量的投资者能够参与投资。在 20 世纪 90 年代早期，对冲基金曾经对参与基金的投资者非常挑剔。基金管理者的态度是只接受那些自愿加入对冲基金的投资者，投资者应该对基金的收益感到满足，并能接受少量的信息披露。长期资本管理公司（Long Term Capital Management）的破产是一个巨大的失败，这家公司曾一度非常著名，它宣称运用诺贝尔经济学奖获得者默顿·米勒（Merton Miller）和迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）的专业知识来管理资金。② 他们的专业技能并没有确保基金不受损失。长期资本管理公司创建于 1994 年，在 1998 年俄罗斯债务违约危机后陷入破产。公司的基金在一个月内损失了 20 亿美元（是其资本金的 20%），这家公司的破产把许多大金融机构都拖入了濒临破产的局面。这些金融机构把大量的资金借给了这家基金公司。最后美联储主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）伸出援助之手解决了这个灾难。

① Sara Hansard, "Standardized Hedge Fund Reporting Urged," *New York Times*, November 14, 2005, p. 30.

② Roger Lowenstein, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long Term Capital Management* (New York: Random House, 2000).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期资本管理公司经营失败以后，投资者开始重视自己的对冲基金投资。与此同时，对冲基金在 20 世纪 90 年代和 21 世纪继续成长和发展（参见图 8—6）。

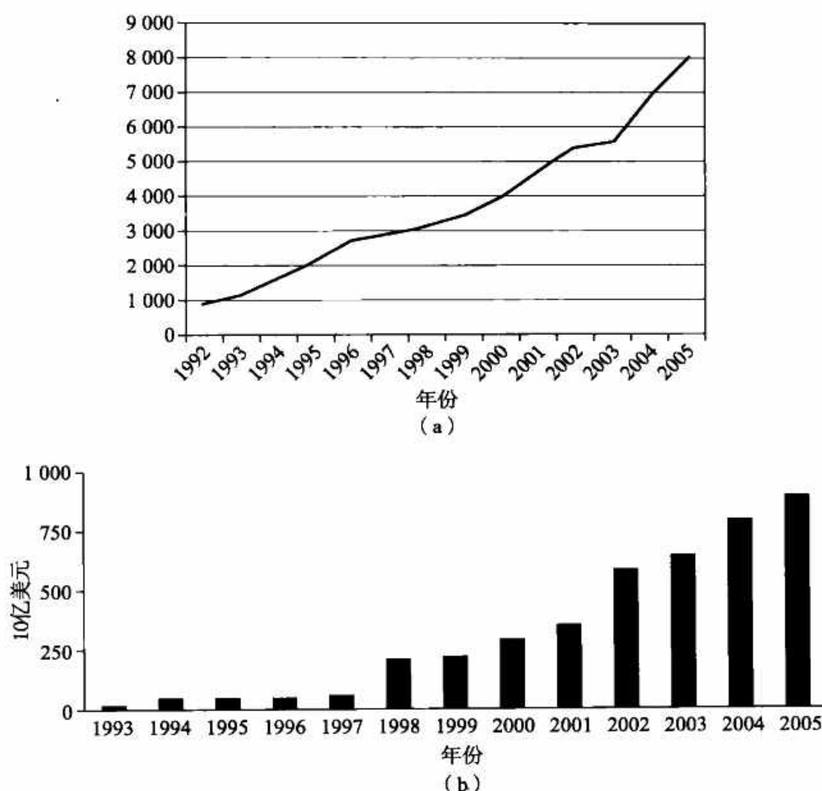


图 8—6　（a）全世界对冲基金的总数，1992—2005 年；（b）全世界对冲基金的资产

资料来源：(a) *Wall Street Journal* and Hennessee Group；(b) *Wall Street Journal*。

对冲基金与并购

随着对冲基金所面临竞争压力的增加，为了产生高额收益，它们开始涉足并购领域——这原先是私人权益基金独家涉足的领域。爱德华·兰珀特通过他的对冲基金 ESL 投资基金，在 2000 年 1 月一鸣惊人的收购了卡马特公司（Kmart），引起了投资者的关注。在卡马特公司面临第 11 章破产保护时，兰珀特收购了这家公司。2004 年兰珀特促成了金额为 115 亿美元的卡马特公司和西尔斯公司（Sears）的合并，组建一家零售业巨头，从而与市场领导者沃尔玛在旗鼓相当的水平上展开竞争。私人权益公司的管理者曾经对对冲基金进入并购领域产生质疑，它们宣称私人权益公司不仅仅是购买证券，还能对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入的公司进行经营管理方面的指导。而对冲基金更多的是购买和交易证券，通常不会涉足对买入公司的管理经营进行指导。这是两类基金之间最主要的区别。

对冲基金可以作为并购融资中的债务来源

对冲基金有许多不同的投资领域，最近这几年它们比较容易筹集到资本，这些资本需要获得高额的回报。对冲基金投资的另一个领域是为陷入财务困境的公司提供债务融资。这几年来，它们开始涉足并购交易的债务融资活动。通常由商业银行发起并购的债务融资，与对冲基金联合成辛迪加，对冲基金的债务留置权常常位居第二。从对冲基金那里筹集到的债务资金极大地增加了并购融资可以获得的总资本。这促进了并购交易在2005年前后的再度繁荣。

对冲基金的激进行动和公司治理

最近几年来，对冲基金积极地寻求对上市公司所有权投资的高额回报。一些对冲基金经理对公司平淡的收益感到很不满意，于是积极推动公司改革，包括管理层变革。卡尔·伊坎就是这样一位激进型的对冲基金经理，在第四次并购浪潮中，他作为一位公司侵入者而被人们所知晓。当公司不能为股东创造良好的收益时，他就会感到很不耐烦，因此常常受到大公司高层管理者的批判。

案例研究

卡尔·伊坎——激进的对冲基金经理

过去25年来，卡尔·伊坎一直从事并购领域的工作。在第四次并购浪潮中，人们把他看做一位绿票讹诈者，尽管他有充分的理由证明自己是精明的投资者。他不断寻找价值被低估的公司并投资于这些公司。进入21世纪，他收购了时代华纳的一部分股票。时代华纳是由AOL公司和时代华纳合并而成的媒体巨人——这是有史以来最大的一笔合并交易。卡尔·伊坎通过自己管理的对冲基金持有的大量股份，向公司施加压力，敦促公司采取积极的措施提高股东价值。他对时代华纳公司没有与谷歌、雅虎和易趣（eBay）等公司展开竞争进行了尖锐的批评。他声称公司管理层对花费几百万美元在曼哈顿哥伦布区建造公司大楼更感兴趣，而在市场竞争中逐渐处于弱势。他要求公司进行重组，包括出售资产以使业务更加集中和提高效率。此外，他还向管理层灌输“掌舵”的观念。有意思的是，尽管他对改善公司的市场地位施加了各种影响，但由于时代华纳庞大的规模，他获得的成功非常有限。公司采用了他提出的一些改革措施，包括大量的股票回购，但是成果不太显著。正如我们在第6章中看到的，公司在最初能够处理好代理权之争，但是当代理权战争结束后，公司仍然会重复一些类似的措施，这些措施在代理权战争中是受到反对的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金的监管

我们注意到，对冲基金并没有得到严格的监管。它们不需要遵守类似于其他投资工具，比如共同基金那样的报告要求。共同基金需要进行公开报告，让投资者能够看到基金经理的业绩。为了规避《1940 年投资公司法》中设立的报告要求，对冲基金要求投资者不能超过 100 位，最少投资额为 25 万～100 万美元。

在新的私人权益基金或对冲基金成立时，这些尚未开始运作的基金还没有什么业绩。基金组织者会呈报一些所谓的“相关业绩”的信息。这些信息通常是基金经理或基金公司历史业绩的统计报告。但是这些业绩统计针对的时间阶段不同，并且不是同一个基金。因此全美证券交易商协会（NASD）不允许其会员经纪人发布相关业绩报告。[1] 但是这一规则并不阻止那些通常不是会员经纪人的基金经理发布相关信息。在发布信息的过程中，他们遵循《1934 年证券交易法》3a4－1 规则中的“使用者豁免”条例。[2] 但是美国证券交易委员会要求这些基金的投资者只能是投资不超过 500 万美元的个人合格投资者和管理资金规模不超过 2 500 万美元的机构投资者。私人权益基金通常只包括合格投资者，但是随着过去 5 年来对冲基金数量的增加，对冲基金的投资者范围得到了扩大。对冲基金的投资者还可以包括“受信投资人”，要求净资产最少为 100 万美元，年收入不低于 20 万美元。2006 年 2 月 1 日，对冲基金新法案的生效，提高了对对冲基金投资者的要求，净资产要求达到 150 万美元，同时可供管理的资金要求达到 75 万美元。[3] 美国证券交易委员会规定，对冲基金要定期向监管者公开它们的账目，但是 2005 年 6 月美国上诉法院没有通过这个规则。

对冲基金行业一些重大的丑闻引起了政府监管的加强。贝优基金（Bayou Fund）曾经报告虚假的收益数据，在产生巨大亏损的时候，还欺骗投资者，误导他们认为基金运作很好。政府监管机构一直认为，规模更大的、专业知识更加丰富的投资者不需要像小投资者那样，从政府监管中得到保护，大投资者会更好的管理自己的投资。但是前文提到过，2000 年以来，对冲基金降低了投资者的门槛，最少投资额从 100 万美元以上降至 25 万美元，甚至更低，参加对冲基金的投资者更多了，与此同时，一些素质不高的投资者也参与进来。中等规模的投资者想要获得对冲基金发起者所报告的高额收益。但不幸的是，一些基金报告的收益情况很不可靠。就目前来说，这一投资领域的监管还很有限，需要投资者自己多加警惕。

---

① Rule 2210 of the NASD's Rules of Conduct.

② www. whitecase. com/publications.

③ Ibid.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私人权益基金和对冲基金的比较

私人权益基金和对冲基金之间的差异曾经有着明确的界限，但是随着对冲基金开始涉足并购领域的投资，它们之间的差异开始变小。以前并购主要是私人权益基金投资的领域。与私人权益基金相比，对冲基金主要投资于期限短、流动性强的项目。私人权益基金会对某个公司进行大量的权益投资，持有一段时间后，把投资出售，以获取高额的收益率。对冲基金进行的投资和购买的证券类型与私人权益基金不同。对冲基金通常购买投资期限短的证券，并在最合适的时机出售。

对冲基金的投资者在经过一定的初始"锁住"时期（"lockup" period）后，可以将自己的投资变现。对冲基金持有的流动资产越多，就越能满足这些投资者的赎回要求。如果基金所投资项目的流动性比较低，那么就可能会要求更长的锁住阶段。私人权益基金进行的投资期限比较长，流动性更低，通常不接受投资者赎回的要求。因此私人权益基金的投资者必须能接受长期的投资策略。只有当私人权益基金将投资变现的时候，比如出售买入的公司时，投资者才能够分到收益。但是也会有一些例外情况，比如私人权益公司把股利再用于投资。

对冲基金对所投资公司经营运作的参与程度不是太高。但私人权益基金在对某个公司进行大量的投资后，会积极地选择管理层和监督公司的经营业绩。针对私人权益基金和对冲基金竞争的批评很多，KKR 公司的亨利·克拉维斯（Henry Kravis）声称对冲基金在收购能源集团——得克萨斯电力公司（Texas Genco）的竞标过程中与它们展开了激烈竞争，但是对冲基金并不具备经验丰富的团队，不能对公司重大的权益投资进行有效的监督。[①] 如果并购投资确实能够给对冲基金带来高额的收益率，我们可以预期对冲基金经理会调整自己的投资战略，从而产生最高的收益率。

对冲基金的费用

对冲基金与私人权益基金之间另外一点不同是，虽然它们都收取差不多的费用，但是私人权益基金只在资产出售时核算收益率，初始购买价格与最终出售所得之间的差额就是收益。而对冲基金根据假设的资产价格收取费用，因此当资产价格上升时，它们会收取费用，但是当资产价格下降时，它们并不会退还投资者相关的费用。

---

① Nicholas Ferguson, "No Passing Fad: No Big Deal: Hedge Fund Interest in Private Equity Is Here to Stay," *Financial Times*, October 18, 2004, p. 6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金的基金

在共同基金和对冲基金行业里，有些基金会投资于其他基金。因此它们被称为基金的基金。例如，表8—4显示，瑞银环球资产管理公司A&O公司(UBS Global Asset Management A&O)是基金的基金中最大的一个。对冲基金行业存在一定程度的市场分割，这一行业也会进行合并，就像第五次并购浪潮中许多存在市场分割的行业会进行合并一样。我们可以看到一些基金的基金试图收购其他基金或其他基金的基金。规模的扩大可以使这些基金的基金吞并更大的对冲基金，而不是以小规模基金的形式联合在一起。可以预期2005年以后这个领域的合并将会非常活跃。

表8—4　　十家最大的对冲基金的基金(2005年6月的排名)

对冲基金的基金	管理资产(百万美元)	母公司
UBS Global Asset Management	26.6	UBS
GAM Multi-Manager	23.3	UBS
Union Bancaire Privee	20.8	UBP
Permal Group	20.4	Legg Mason
HSBC Republic	19.9	HSBC
AMF	18.2	Man Group PLC
Lyxor Asset Management	16.2	Société Générale
Ivy Asset Management	15.3	BNY
Quellos Capital Management	14.9	
Grosvenor Capital Management	14.7	VAM

资料来源：Hedge Fund Intelligence Ltd.，Freeman and Company LLC and *The Deal*, February 6-12，2006。

对冲基金和私人权益基金的趋同

过去私人权益基金和对冲基金之间存在很大的差异，但是最近几年来，这些差异不断缩小。这主要是因为许多对冲基金开始从事私人权益公司以前从事的权益投资。随着对冲基金的增加和竞争程度的加剧，投资机会不断减少。例如，更多的对冲基金在搜寻越来越小的价格差异，使得套利机会不断减少。对冲基金不得不寻找其他的投资机会——涉足私人权益基金的投资领域。它们开始进行一些权益投资，与私人权益基金的业务越来越相似。

在进入私人权益基金投资领域的过程中，对冲基金需要采取一些不同的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式。与共同基金一样，对冲基金需要报告资产净值。在私人权益基金的投资中，有时候很难估计每个月权益投资的精确价值。只有在权益投资被出售时才能确切地知道价值。出售之前，只能粗略地估计投资价值。对冲基金有很大的不同，对冲基金购买的证券具有活跃的二级市场，能够迅速出售并核算价值。

在对冲基金涉足私人权益基金的投资领域后，对冲基金开始聘用具备私人权益投资经验的经理人，比如瑟伯罗斯资本管理公司和海菲尔德资本管理公司（Highfields Capital Management），并调整公司与投资者的协议，从而有效地与私人权益公司展开竞争。①

对冲基金的收益

数据显示，对冲基金的收益率超过市场收益率。根据亨尼西公司（Hennessee）提供的数据，在 1987—2004 年间，对冲基金的平均年收益率是 14.04%，而以标准普尔 500 指数衡量的市场收益率为 12%，以纳斯达克指数（NASDAQ）衡量的市场收益率为 10.7%（参见图 8—7）。亨尼西公司的数据还显示，对冲基金收益率的标准差要小于这两个市场上的收益率标准差（对冲基金收益率的标准差是 9.67，而标准普尔 500 指数和纳斯达克指数的市场收益率标准差分别是 17.5 和 32.2）。但是我们在评估这些数据的时候还必须考虑以下几个因素：首先，对冲基金的数据是自己报出的，即使是数据公司竭尽所能、公正地调查和确认所报告的数据，像亨尼西公司这样的基金数据公司还是不能得到完全准确的数据。业绩差的基金并不报告相关数据，也不

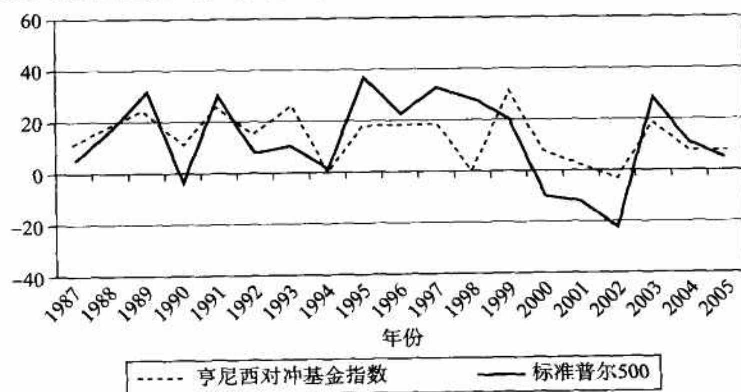


图 8—7 对冲基金收益率与以标准普尔 500 指数衡量的市场收益率的比较

资料来源：Hennessee Group LLC。

① Andrew Ross Sorkin, "Why The Buyout Kings Are Running Scared," *New York Times*, August 7, 2005, p. 3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被统计在对冲基金数据库内，因此对冲基金的相关数据会有一些偏高。此外，由于对冲基金经理收取相对较高的管理服务费，我们会期望基金作出更高的业绩。因此虽然收益率比较高，但是还得扣除占资产总值1%～2%或者占利润总额20%的费用。在考虑了各种因素并扣减了费用之后，对冲基金的业绩并不比市场更好。

收购中的垃圾债券融资

垃圾债券（junk bond），也称为高收益债券，是评级低于投资等级的债券。像标准普尔这样的评级公司给垃圾债券的评级为BB级或者更差。垃圾债券市场是收购融资中的另一个资金来源——尤其是在杠杆收购中。在第四次并购浪潮中，垃圾债券发挥了重要的作用，但进入第五次并购浪潮后，它们的重要性开始降低。垃圾债券市场自从20世纪80年代开始发展以来，成为许多公司重要的资金来源，但是在收购领域的重要性现在有所降低。

垃圾债券市场的历史

与人们通常的印象不同，垃圾债券市场不是最近的一项创新。它们以低等级债券（low-grade bonds）的名义存在了几十年。20世纪30年代和40年代，它们被称作“堕落天使”（Fallen Angels）。20世纪60年代，一些在混合并购融资中发行的低等级债券被称为“中国纸”（Chinese Paper）。美国莱皮德公司（Rapid American Corporation）首席执行官及金融学家梅夏勒·里克利斯（Meshulam Riklis）声称，“垃圾债券”这一提法最初来自他与德崇证券公司垃圾债券运营部前任主管迈克尔·米尔肯（Michael Milken）的一次谈话。根据里克利斯的叙述，米尔肯在调查了自己发行的部分债券后，说到，“里克，这些都是垃圾！”① 20世纪20年代和30年代，新发行的公司债券中有17%都是低等级/高收益的债券。很多公司运用这些证券为自己的业务发展融通资金。20世纪30年代横扫美国企业的经济大萧条迅速扩大了高收益债券的队伍。1928年，所有发行在外的公司债券中，有13%是低等级的债券；1940年，这一百分比上升到42%。② 大部分债券被评级机构降级后进入低等级债券的行列。（本章后面将讨论债券的评级程序。）随着经济萧条的深入，市场对公司产品和服务的需求锐减，公司偿还发行在外的债务的能力下降。这降低了对公司债券的评级。随着经济总需求水平的下降，公司的收入大幅度下降，

---

① Connie Bruck, *The Predators' Ball* (New York: Simon & Schuster, 1988), p. 39.

② Kevin J. Perry, "The Growing Role of Junk Bonds," *Journal of Applied Corporate Finance*, 1 (1), Spring 1988, 37-45.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以至无法偿还已发行债券的利息和本金。结果这些债券的违约率上升到 10%。投资者原先认为这些证券的风险比较低，但是违约率的上升令他们非常失望。以前债券在收益有保障的同时违约率比较低，吸引了众多投资者。但是由于违约风险的增加，低等级债券变得非常不受欢迎。

到了 20 世纪 40 年代，由于之前发行的债券已经到期或者发行公司陷入了某种形式的破产，低等级债券市场开始萎缩。低等级债券市场的降温增加了新债券发行的难度。在 1944—1965 年间，高收益债券仅占公司债券发行总量的 6.5%。进入 20 世纪 70 年代，这一比例进一步下降，70 年代初，公司债券总量中仅有 4%是低等级债券。低等级/高收益债券市场的衰退使得只有少数借款者能够利用这种形式进行债务融资。许多原本打算发行长期债券的公司不得不改为向银行借款，与为期 20 年、30 年的公司债券相比，银行借款的期限要短很多。一些公司无法以合适的条款从银行借到资金，只能被迫放弃业务扩张计划或者发行更多的股票，发行新股会稀释现有股东的所有权比例。此外，股权资本的收益率通常要高于债务资本的收益率，因此股权资金的成本更高。

20 世纪 70 年代末期，高收益/低等级债券市场开始发生转变。雷曼兄弟投资银行承销了一系列高收益的公司债券，这家银行在 80 年代被希尔森公司（Shearson）收购。发行这些债券的公司包括 LTV 公司（7 500 万美元）、Zapata 公司（7 500 万美元）、富卡实业公司（6 000 万美元）和泛美世界航空公司（5 300 万美元）。[①] 一家规模小一些的投资银行德崇证券公司，开始承销大量低等级/高收益的债券。德崇证券公司承销的第一笔业务是 1977 年 4 月得克萨斯国际公司（Texas International，Inc.）价值 3 000 万美元的债券发行。[②]

德崇证券公司在低等级/高收益的债券市场发展中发挥了关键的作用。它充当垃圾债券的做市商，这时垃圾债券的名称已经出现，做市商在市场的发展中发挥了非常重要的作用。到 1982 年，垃圾债券的发行已经增长到每年 20 亿美元的发行规模。仅在 3 年以后，垃圾债券的发行总量就增加到 141 亿美元，次年又猛增至 319 亿美元。这是在第四次并购浪潮中，垃圾债券市场所达到的最高规模。这样的市场规模维持了几年，一直到 1989 年下半年市场开始崩溃。1990 年垃圾债券市场萎缩至 14 亿美元，1992 年出现了反弹，在 20 世纪 90 年代的前 5 年再创新高。尽管 90 年代垃圾债券市场很兴旺，但是它的形式发生了变化，不再像第四次并购浪潮中那样，主要充当并购和杠杆收购的融资手段。

---

① Kevin J. Perry, "The Growing Role of Junk Bonds," *Journal of Applied Corporate Finance*, 1 (1), Spring 1988, p. 44.

② Harlan D. Platt, *The First Junk Bond* (Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1994), p. xiii.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

垃圾债券市场的发展原因

垃圾债券市场在 20 世纪 80 年代经历了迅猛和快速的发展，但是到了 90 年代发展速度有所下降（参见图 8—8）。第四次并购浪潮中垃圾债券的发展模式与 90 年代末期的发展相比，有很大的不同。第四次并购浪潮中，垃圾债券的发展是多种因素共同作用的结果。其中一些因素包括：

- 私募债券。在 20 世纪 70 年代末以前，高收益债券主要向机构投资者私募发行。这些债券合约都是度身定制的，在与购买者的协商中确定不同的限制性条款。由于缺乏标准化的合约，这些债券难以流通。更为重要的是，它们不需要去美国证券交易委员会注册，因此不能公开交易。这些原因使得高收益债券的流动性比较差。后来，像德崇证券公司这样的投资银行发现了其中的投资机会。
- 做市商的发展。促进垃圾债券市场发展的一个主要因素是市场上存在着积极的做市商。做市商是指提供流动性，促进买卖双方交易的代理机构。德崇证券公司就是垃圾债券市场上一个非常活跃的做市商。20 世纪 80 年代，德崇证券由于参与垃圾债券市场而得到了很大程度的发展。德崇证券尽其所能促进了垃圾债券市场的发展。

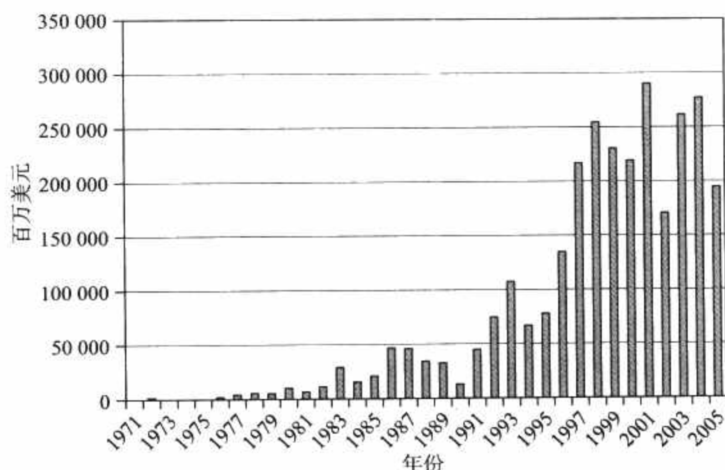


图 8—8 垃圾债券市场的发展，1980—2005 年

资料来源：Thompson Financial Securities Data。

- 对风险认识的改变。垃圾债券市场发展的另外一个因素是，投资者对垃圾债券风险认识的改变。投资者开始相信垃圾债券的投资风险比他们以往认为的要低。由于德崇证券公司等机构对这种融资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工具的积极推销和相关学术研究的成果，投资者的风险认识发生了改变。一些学术研究考察了垃圾债券的风险性，认为垃圾债券的违约风险比人们通常认为的要低。不过其中一些结论后来遭到了其他研究的质疑。

● 监管的放松。更为宽松的监管环境使垃圾债券市场能够吸引到来自传统保守的机构投资者的投资资金，这些机构投资者包括养老基金（pension funds）和储蓄机构（thrift institutions）等。在《1974年员工退休收入保障法案》（The 1974 Employee Retirement Income Security Act）以及随后颁布的司法解释中，基金经理可以在投资组合充分分散的情况下，投资于更多种类的资产，包括一些风险较大的证券。《1982年加恩-圣杰曼法案》（The Garn-St. Germain Act of 1982）允许储蓄机构投资于企业贷款和公司债券。尽管大多数储蓄机构并不投资公司债券，但有些储蓄机构在投资组合中会持有大量的公司债券。

● 并购的需要。还有一个促进垃圾债券市场发展的因素是并购领域的扩张。随着兼并收购和杠杆收购中目标公司的规模越来越大，并购所需要的资金数额也越来越大，投资者越来越多地从垃圾债券市场上筹集所需要的大量资金。

德崇证券公司的历史地位

德崇证券公司是最早承销新发行垃圾债券的投资银行之一，它努力推动垃圾债券成为富有吸引力的投资工具，作出的贡献是独一无二的。这些工作最早是由德崇证券贝弗利山办事处（Beverly Hills office）的前任主管迈克尔·米尔肯推行的。1986年，摩根士丹利由于无法继续担任自己承销的人民快递公司（People Express）垃圾债券的做市商，而受到债券持有人的指控，这一事件发生后，德崇证券作为市场唯一做市商的地位更加突出了。

20世纪80年代，摩根士丹利的被动姿态与德崇证券积极担任做市商的态度形成鲜明的对比。由于德崇证券积极地参与垃圾债券市场，它从一家二流的投资银行跻身于第一流的投资银行之列。20世纪80年代，德崇证券在垃圾债券领域的主导地位使其成为仅次于所罗门兄弟的第二大承销商。

德崇证券通过培养一批依靠购买新发行垃圾债券的投资者，来为其承销的垃圾债券做市。新债券的购买者会包括先前的发行方，其发行的垃圾债券由德崇证券公司承销。德崇证券和迈克尔·米尔肯运用购买者网络来保证新发行垃圾债券的需求。垃圾债券的需求保证一般采用承诺函（commitment letter）的形式，承诺函上注明认购者将在发行时购买一定数量的垃圾债券。投资者收取的承诺费通常低于承诺认购资金的1%（比如0.75%）。在风险较大的业务中，承诺费可以高达2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1983年，德崇证券控制了新发行垃圾债券市场57%的份额，1984—1987年年初，德崇证券控制了垃圾债券市场40%～50%的份额，从1987年开始，德崇证券的市场份额开始下降。这主要是因为其他大型投资银行的积极介入，尤其是高盛、美林、第一波士顿和摩根士丹利等投资银行，它们抢走了一部分利润丰厚的垃圾债券市场。这些投资银行通过扩大交易、研究和增加销售人员的数量，增加自己持有的垃圾债券。这些投资银行显然获得了不菲的收益，20世纪80年代末，每家银行都抢占了新发行垃圾债券的一部分市场份额。1989年米尔肯遭到起诉后，德崇证券在垃圾市场上的主导地位明显下降。一些发行公司开始不愿意与德崇证券开展业务而转向其他承销商。最后德崇证券在1990年2月申请第11章破产保护。

投资银行和高度保证函

在第四次并购浪潮中，并购业务融资组合的规模和复杂程度越来越大，投标人需要显示自己能够筹集所需资本的能力，这点非常重要，尤其是对于那些比目标公司规模小得多的投标人而言。使用高度保证函（highly confident letter）可以对投标过程起到辅助作用，在高度保证函中，投标人的投资银行作出声明，根据市场情况和自己对交易的分析，银行能够确定投标人可以筹集到完成交易所需资金。这份保证函通常放在股权收购的文档中。

高度保证函的起源可以追溯到1985年卡尔·伊坎以45亿美元竞标菲利普斯石油公司的案例。伊坎的投资银行，德崇证券公司签发了一份高度保证函，在保证函中声明，"我们非常确信我们能够安排筹资事宜"。[①] 这份保证函立马增加了伊坎投标的可信度，在他成功地把收购到的股票卖还给菲利普斯公司的过程中起了非常重大的作用，没有人检测德崇证券签发的保证函的可靠程度。从此以后，高度保证函成为并购业务中的重要组成部分。

随后，伊坎把高度保证函用作自己"收购工具箱"中的关键部分。投资银行可以从垃圾债券市场上组织大量金融资源的能力提高了保证函的可信度，在这份保证函的武装下，伊坎的收购行动不可小觑。面对持有保证函的敌意收购者的威胁，目标公司可以采用绿票讹诈进行应对。

投资银行和垃圾债券投资的流动性

前面提到过，20世纪80年代在先驱者德崇证券公司的带领下，投资银行成为垃圾债券的做市商。作为做市商，在持有者想要出售垃圾债券的时候，他们必须买入；在投资者想要购买垃圾债券的时候，他们必须卖出。这种行为给市场提供了流动性。流动性的增强降低了投资的风险，使它们更容易在

① Moira Johnson, *Takeover* (New York: Penguin, 1987), p. 147.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场上流通。投资银行提高垃圾债券流动性的另一种方式是与陷入困境的发行者合作，尤其是在它们出现违约风险的时候。德崇证券曾经一度以自己承销的证券没有出现违约事件而感到骄傲。德崇证券付出了很大的努力来确保出现问题的发行者不会真正违约。有时候可以通过发行新证券代替流通在外的问题债券，来防止公司出现违约。如果遇到更严重的流动性问题，可以发行特殊债券来代替投资者持有的债券。这些债券可能在一段时间内都不支付现金利息，在这段时间内，发行者采取措施积极改善财务状况。实物支付证券（payment-in-kind securities，PIK）就是这样的一种证券。这些债券在最初的3～10年内不支付现金利息。20世纪80年代末垃圾债券市场开始出现低迷，投资者不得不将手中持有的即将违约的付息债券转换成一段时期内不支付现金利息的债券，这些债券受到了严厉的批评。由于持有者在破产清算等级中处于劣势地位，许多债权人都不愿意接受上述转化。

垃圾债券再融资和过桥贷款

公司进行现金收购的时候需要有足够的资金支付给目标公司的股东以换取股份。公司会考虑发行高收益率债券来为收购业务融资，但是股票持有者可能不愿意将手中持有的股份转换成债券。进行收购的公司就会向自己的投资银行寻求帮助，投资银行会帮助它们筹集一些短期资金。这种融资方式通常以过桥贷款的形式进行，资金来源的渠道有很多种。比如这样一个案例，在KKR公司的带头下，收购者集团以19亿美元的过桥融资购买了玩具“反”斗城股东的股份。收购业务完成后，收购者集团发行了4亿美元的高收益债券来偿还过桥贷款。过桥贷款中的另外15亿美元则通过一笔以18亿美元不动产做抵押的贷款来偿还。[①] 进入21世纪，在第五次并购浪潮中，使用高收益债券偿还过桥贷款的金额有所降低，低于第四次并购浪潮中的最高点，那个时候收购者会使用垃圾债券来偿还大量的过桥贷款。市场需要更高程度的安全保障，因此在玩具“反”斗城收购中使用的过桥贷款大部分都有不动产做抵押。

过桥贷款在欧洲的收购交易中被广泛使用，超过在美国使用的数量。欧洲的收购者常常需要大量的资金，而在美国，收购交易比较容易协商，但是必要的融资担保存在不确定性。这使美国的收购交易在市场不景气的时候更容易失败。2005年就发生了这样的案例，当时，私人权益公司贝恩资本和托马斯-李合伙有限公司（Thomas H. Lee Partners LP）通过发行高收益债券来为一笔18亿美元的收购融资，收购的是一家学习用品制造商——学校专业公司（School Specialty，Inc.）。[②] 如果高收益债券的利率与国库券利率差别较大，超出一定范围——比如450个基点，贷款者就会采用延伸至最差状况（spread to worst）的条款来为收购业务融资。

---

① Vipal Monga, "Turkey Done, Toys Debuts," *The Daily Deal*, November 14, 2005.

② Bains Out, *The Daily Deal*, October 10, 2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20世纪80年代末期垃圾债券市场的崩溃

尽管20世纪80年代垃圾债券市场发展迅速，但是到80年代末期崩溃了。20世纪80年代垃圾债券市场发生了一系列重大的事件，包括LTV公司和集成资源公司（Integrated Resources）的破产，以及迈克尔·米尔肯和他所在的投资银行——德崇证券遭遇法律问题等。下面将讨论这些事件。

LTV公司的破产

1986年LTV公司发行的高收益债券发生违约，扼杀了垃圾债券市场的复苏。LTV公司的破产是当时最大的公司破产案件之一，其违约的债务占到1986年违约债务总额的56%。[①] 马、劳和彼得森（Ma，Rao and Peterson）提出这一事件导致为期6个月的对垃圾债券市场违约概率的修正，这从垃圾债券的风险溢价收益（risk-premium yields）中可以看出。但是影响只是暂时的，后来市场就反弹了，还超过了原先的水平。马的研究表明当时的垃圾债券市场反弹能力很强，完全可以经受一起重大违约事件的冲击。

1989年的融资失败

除了LTV公司的破产事件之外，垃圾债券市场还遭受了其他重大事件的冲击。LTV公司的破产事件与并购没有直接关联，但是其他一些垃圾债券发行公司的失败与并购价格高估和交易负债过多直接相关。类似于康波公司那样的大规模发行极大地增加了市场上垃圾债券的供给。1989年上半年发行的垃圾债券总价值为200亿美元，而1988年同期，发行的垃圾债券只有92亿美元。发行者必须不断提高利率来吸引投资者购买这些高风险的证券。1988年，康波公司在投资银行第一波士顿公司的牵头下，发行垃圾债券，尽管公司向为期12年的债券支付高达16%的息票利率，向为期16年的债券支付高达17.75%的息票利率，但是购买者仍然寥寥无几。1988年10月，由于投资者对这家负债累累的公司不感兴趣，第一波士顿不得不撤回11.5亿美元的垃圾债券发行。后来，投资银行又以更高的利率发行7.5亿美元的垃圾债券，但是需求仍然很微小。这一年中，Resorts International公司、特拉科公司和英特科公司发行的垃圾债券都大幅度减少了。由于缺乏稳健可靠的二级市场，发行新的高收益债券变得更加困难。1989年10月联合航空公司收购融资失败的重要原因就是市场的衰弱。尽管声誉良好的公司，比如俄亥俄州床垫公司（Ohio Mattress）— 丝涟（Sealy）、Stearns和Foster牌床垫的制造商——在1989年提出了金额4.75亿美元、利率为15%的债券发行方案，但是市场并不接受。这个事件被称为“燃烧的床垫”事件。

---

① Christopher K. Ma, Ramesh P. Rao, and Richard L. Peterson, “The Resiliency of the High-Yield Bond Market,” *Journal of Finance*, 44 (4), September 1989, 1085-1097.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集成资源公司的违约

集成资源公司是一家依靠垃圾债券融资创建起来的保险公司，也是保险公司中最主要的垃圾债券买家，该公司在1989年宣布无力偿还债务，并在1990年年初申请破产。这一事件极大地冲击了那些推动垃圾债券市场发展的机构投资者。

德崇证券公司的破产

在1986年的全胜时期，德崇证券公司的税前年利润高达10亿美元。仅仅两年后，在1988年末，公司就遭到刑事起诉，被罚款4 000多万美元。1989年，德崇证券亏损4 000万美元。

由于公司无力清偿到期的短期贷款和商业票据，产生的流动性危机直接导致公司申报第11章破产保护。证券公司通常依靠短期资金来为持有的证券头寸融资。德崇证券曾经发行了7亿多美元的商业票据。[①] 当1989年商业票据市场收缩的时候，德崇证券不得不偿还其中的5.75亿美元，并且无法通过发行新的商业票据再度获得融资。商业票据市场大门的关闭，使德崇证券失去了流动性。而之前垃圾债券市场的崩溃使得公司无法获取长期融资来解围。公司没有其他办法，只能申请第11章破产保护。

银行业监管

这段时期在储蓄和贷款方面发生的问题使监管部门对那些大量投资于垃圾债券的金融机构加强了监管。存款不断从储蓄与贷款机构中流出，寻找收益更高的投资机会，许多金融机构通过购买垃圾债券来间接进行投资。储蓄和贷款机构常常投资于高收益债券，从而能够向存款者支付更高的利率，以吸引他们。《1989年金融机构改革、恢复与实施法案》(Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989) 中要求，银行必须披露持有垃圾债券的市场价值。许多银行被迫在市场供过于求的情况下出售自己持有的垃圾债券。这使得垃圾债券市场雪上加霜。

垃圾债券发行大户的命运

到了20世纪90年代末期，我们可以对第四次并购浪潮中主要的垃圾债券发行公司的命运进行反思。根据KDP投资顾问公司(KDP Investment Advisors)进行的一项研究，1985—1989年间25家最大的垃圾债券发行公司中，几乎半数以上都出现了违约问题，这些公司每家都至少发行了100万美元以上

---

① Affidavit filed by Frederick H. Joseph in Drexel Bankruptcy Filing, printed by the *New York Times*, February 15, 1990, p. D5.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的垃圾债券。25 家公司中有 16 家公司被收购了。很明显，这些公司中有很多都是因为债务负担过重，而没能经受住 90 年代末的经济衰退。

垃圾债券作为并购融资来源的衰落

垃圾债券市场的发展极大地推动了第四次并购浪潮。正如前面提到过的，第一次采用垃圾债券来融资的恶意收购是由著名的“袭击者”T·布恩·皮肯斯对海湾石油公司的收购。皮肯斯是梅萨石油公司这家小公司的总裁。作为一家按照“七姐妹”标准（Seven Sisters standards）建立起来的小规模石油公司，梅萨公司在收购中并不具有很大的威胁力量。当皮肯斯从德崇证券获得高度保证函，承诺了 20 亿美元的资金安排后，这家小公司立刻就令人刮目相看。这笔资金最终通过发行垃圾债券筹集得到。由于获得了这么一大笔的资金，梅萨石油公司立刻就成为收购中的巨大威胁。海湾石油公司很认真地处置了这笔收购报价，最后同意让白衣骑士——雪佛龙公司收购。这笔 133 亿美元的收购交易是美国当时最大的兼并案，这次兼并使雪佛龙/海湾石油公司成为美国最大的炼油公司。2001 年，雪佛龙兼并德士古公司，组建世界上最大的石油公司。

垃圾债券融资对于那些缺乏内部资金和难以获得传统融资渠道——比如银行贷款的收购者特别有用。使用垃圾债券来为收购融资在 1988 年得到了巨大的发展，但非常戏剧性的是，到 1989 年垃圾债券市场就开始大规模衰退了（参见图 8—9）。尽管垃圾债券市场在 20 世纪 90 年代有所复苏，但是人们不再使用垃圾债券来为大规模并购融资了。

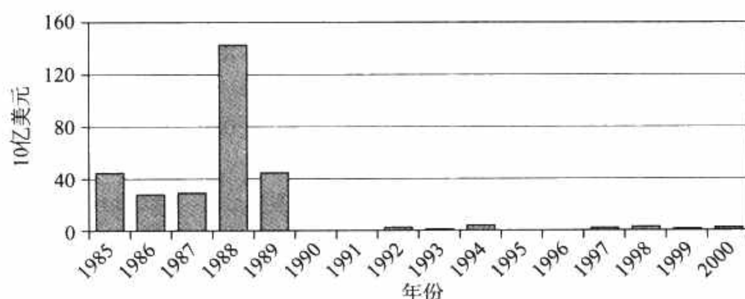


图 8—9　用于并购融资的垃圾债券：1985—2000 年

资料来源：Thomson Financial Securities Data。

第四次并购浪潮中垃圾债券研究对市场发展的作用

对垃圾债券的各种研究表明这些证券的风险并不像一些投资者想象的那样大，对应于垃圾债券的风险程度，它们常常可以提供额外的收益。W·布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉多克·希克曼（W. Braddock Hickman）所在的美国国家经济研究局在 1958 年发表了一项研究报告。[①] 希克曼的主要结论之一就是，即使在计算了违约损失之后，不可投资级别债券的收益率也要高于那些可投资级别债券的收益率。他的研究区间是 1900—1943 年。这些结论受到了弗雷恩（Fraine）研究的质疑，他指出诸如利率波动等因素会使希克曼的结论产生偏差。[②] 证券业界广泛引用希克曼之前对垃圾债券研究得到的结论，弗雷恩的相反结论并没有得到太多关注。事实上，迈克尔·米尔肯正是使用希克曼的结论来向保守的机构投资者推销高收益债券的。

尽管有了希克曼的研究结论，高收益债券的销售还是很困难，直到 20 世纪 70 年代才出现好转。机构投资者不愿意在自己的投资组合中增加风险过高的证券。随着另一项重大研究成果的发布，机构投资者的态度开始转变，这项研究支持希克曼的结论。奥尔特曼和纳马什（Altman and Namacher）的这项研究表明债券评级低的公司的违约率要比人们想象的低。[③] 奥尔特曼和纳马什的研究表明垃圾债券的平均违约率是 2.1%，这一比率并不比可投资级别证券的违约率高很多，可投资级别证券的违约率接近为 0。奥尔特曼和纳马什的研究披露随着违约事件的临近，证券的评级会降低。在他们考察的 130 个债券样本中，有 13 个在违约前一年被评为可投资级别，占 10%，但只有 4 个在违约前 6 个月还被评为可投资级别，占 3%。[④] 这表明债券评级可以被用作衡量违约概率的可靠指标。

在垃圾债券违约风险的研究领域内，奥尔特曼和纳马什的研究非常具有影响力。他们的结论和其他研究的结论表明垃圾债券市场的效率不高，市场支付的收益率超过这些证券的风险水平。[⑤] 但是奥尔特曼使用的违约指标——违约债券的美元价值除以高收益债券的美元总价值——受到 20 世纪 80 年代垃圾债券市场快速增长的影响，这影响了他的结论，在一定程度上粉饰了违约率。只有经过一段时间后，高风险证券才会显现出它的风险性。奥尔特曼和纳马什的研究并没有追踪债券的整个生命周期，没有对债券的风险情况如何随债龄的增加而变化进行考察。

阿斯奎思、马林斯和沃尔夫（Asquith，Mullins and Wolff，后文通常称

---

① W. B. Hickman, *Corporate Bond Quality and Investor Experience* (Princeton, NJ: Princeton University Press), p. 195.

② Harold G. Fraine and Robert H. Mills, "The Effects of Defaults and Credit Deterioration on Yields of Corporate Bonds," *Journal of Finance*, September 1961, 423 - 434.

③ Edward I. Altman and Scott A. Namacher, *The Default Rate Experience on High Yield Corporate Debt* (New York: Morgan Stanley & Co., 1985).

④ Ibid.

⑤ Mark I. Weinstein, "A Curmudgeon View of Junk Bonds," *Journal of Portfolio Management*, Spring 1987, 76 - 80.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做阿斯奎思）考察了垃圾债券的时期效应（表 8—5）①。阿斯奎思和他的研究同伴们追踪了 1977 年与 1978—1986 年发行的垃圾债券。通过搜集这一期间的数据，他们中和了垃圾债券市场的迅速发展对奥尔特曼和纳马什的研究结论的影响。他们的研究还评价了在计算垃圾债券的真实违约率中，新债替换旧债的作用（表 8—6）。当垃圾债券发行者遇到违约危机的时候，像德崇证券那样的投资银行就会向债券持有人发行新的债券取代旧债券，新债券可能不马上支付利息，但是可能会在今后支付更高的利息。其他可以替代旧债券的证券包括不支付股利的股票（至少在公司困难的时候不支付股利）。债权人通常不得不接受这些替换，因为违约会使他们的投资血本无归。

阿斯奎思的研究还考察了债券提前偿还的负面影响。许多公司会发行利率相对较高的垃圾债券，然后利用债券发行后利率下降的机会。许多垃圾债券在规定的时期内不能被提前偿还。这段时期结束后，可以提前偿还债券，但是偿还后债券持有人就不能获得高于市场上其他利率的收益率。阿斯奎思和他的研究伙伴报告 1977—1982 年发行的债券中有 23%～43%在 1988 年 11 月 1 日之前被提前偿还。从 1982 年开始利率的不断下降导致垃圾债券的提前偿还。

表 8—5　　垃圾债券替换的频率和规模

发行年份	发行数量	发行金额（百万美元）	平均发行金额（百万美元）	数量占比(%)	平均息票	数量占比(%)	平均到期收益率	数量占比(%)
1977	26	908	34.08	26	10.466	26	10.714	17
1978	51	1 442	28.28	51	11.416	51	11.631	34
1979	41	1 263	30.81	41	12.284	41	12.633	32
1980	37	1 223	33.05	37	13.596	36	14.709	28
1981	24	1 240	51.67	24	14.793	21	17.395	18
1982	41	2 490	60.73	41	13.772	40	16.832	29
1983	74	6 003	81.12	74	12.049	72	13.928	35
1984	104	11 552	113.26	102	14.349	74	15.577	61
1985	145	14 463	99.75	145	13.773	127	14.290	110
1986	200	30 949	154.75	200	12.471	188	12.636	73

注：发行日评级低于穆迪（Moody）和标准普尔的可投资级别的高收益债券。面值是用来说明高收益债券市场规模的惯用方法。

阿斯奎思的研究中对违约进行了定义，包括债券托管人宣布违约、债券

① Paul Asquith, David Mullins, and Eric Wolff, "Original Issue High Yield Bonds: Aging Analysis of Defaults, Exchanges and Calls," *Journal of Finance*, 44 (4), September 1989, 923 - 952. Also in Patrick A. Gaughan, ed., *Readings in Mergers and Acquisitions* (Cambridge: Basil Blackwell, 1994), pp. 114 - 144; *Financial Analysts Journal*, September/October 1995, 49 - 56.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发行人申报破产或者标准普尔对债券的评级为D。如果债券被其他形式的证券替换后，最终仍旧违约，这种情况属于最初发行债券的违约。他们的研究表明，正如人们所预期的，"时间更久"的债券违约率更高。例如，1977年发行的债券累计违约率为33.92%，而1978年发行的债券累计违约率达到34.26%（表8—7）。

表8—6　　垃圾债券的违约

发行年份	替换发行的数量	替换发行的金额（百万美元）	占替换发行总量的百分比(%)		后续没有违约的占替换发行总量的百分比(%)	
			数量	金额	数量	金额
1977	6	281	23.08	30.95	11.54	15.75
1978	10	290	19.61	20.11	7.84	9.02
1979	4	56	9.76	4.43	2.44	1.11
1980	7	212	18.92	17.33	8.11	6.13
1981	6	365	25.00	29.44	20.83	24.19
1982	4	180	9.76	7.23	4.88	0.80
1983	8	820	10.81	13.66	5.41	7.58
1984	7	555	6.86	4.80	6.86	4.80
1985	7	470	4.83	3.25	4.83	3.25
1986	3	480	1.50	1.55	1.00	3.48
总计	62	3 709	8.37	5.19	5.13	3.48

资料来源：Paul Asquith, David Mullins, and Eric Wolff, "Original Issue High Yield Bonds: Aging Analysis of Defaults, Exchanges and Calls," *Journal of Finance* 44, No.4, September 1989, pp. 923-952.

表8—7　　阿斯奎思研究中垃圾债券的累计违约率

发行年份	发行总数		违约总数		违约总数累计占比(%)	
	数量	金额（百万美元）	数量	金额（百万美元）	数量	金额（百万美元）
1977	26	908	6	308	23.08	33.92
1978	51	1 442	17	494	33.33	34.26
1979	41	1 263	12	312	29.27	24.70

垃圾债券的违约率与债龄

阿斯奎思的研究还考察了垃圾债券违约率与债龄（aging）之间的关系。垃圾债券发行后的最初几年，违约率很低。他们发现，比如研究发行期为10年的债券前7年的违约情况，在第一年中没有发生违约。但是债券发行7年后，违约率上升到17%～26%之间，到第11年和第12年违约率高达1977年和1978年发行债券的1/3。但是奥尔特曼质疑垃圾债券债龄与违约率之间的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关系，同时他也没有发现支持这一关系的明确模式。①

阿斯奎思的研究提出了有关垃圾债券风险性的几个难点问题。与奥尔特曼和纳马什的结论存在矛盾，奥尔特曼和纳马什的研究低估了垃圾债券的风险性。但是奥尔特曼后来的研究支持债龄这个问题。比如，奥尔特曼和基肖尔（Altman and Kishore）表明低评级债券在第一年不大会违约，但是到第三年，违约概率会显著上升（参见图 8—10）。②

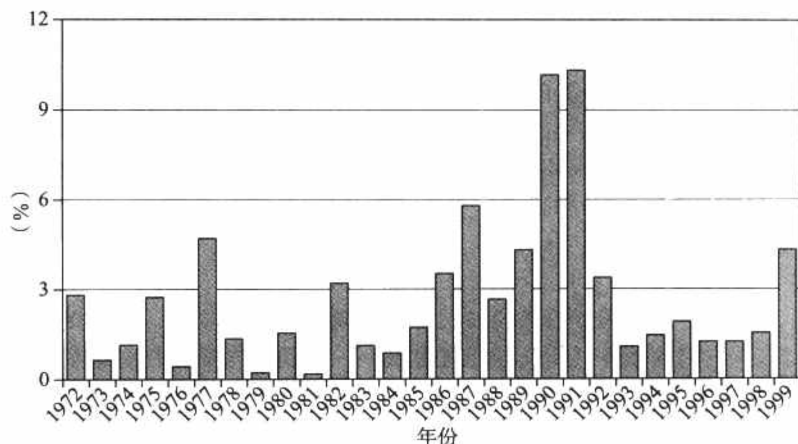


图 8—10　高收益债券的违约率，1972—1999 年

资料来源：(1) E. Altman and V. Kishore, "Defaults and Returns on High Yield Bonds: Analysis through 1997," Working Paper Series, Salomon Center for the Study of Financial Institutions, New York University; (2) E. Altman, N. Hukkawala, and V. Kishore, "Defaults and Returns on High Yield Bonds: Lessons from 1999 and Outlook for 2000 - 2002," *Business Economics*, April 2000。

其他的垃圾债券研究

威格莫尔（Wigmore）在阿斯奎思的研究基础上进一步探讨了 20 世纪 80 年代垃圾债券市场上的问题。③ 尽管阿斯奎思的研究指出了垃圾债券债龄、提前偿还和替换发行的风险问题，但是他并没有考察随着垃圾债券市场发展，已发行债券的质量变化。阿斯奎思主要关注 1977 年和 1978 年发行的债券。在综合上述因素之后，垃圾债券的违约率高达 34%。许多批评垃圾债券的观点声称，随着使用垃圾债券融资的交易数量增加，垃圾债券发行的质量下降了。

① Edward Altman, "Setting the Record Straight on Junk Bonds: A Review of the Research on Default Rates and Returns," *Journal of Applied Corporate Finance*, 3 (21), Summer 1990, 82 - 95. Also in Patrick A. Gaughan, ed., *Readings in Mergers and Acquisitions* (Cambridge: Basil Blackwell, 1994), pp. 185 - 200.

② Edward Altman and Vellore Kishore, "Report on Defaults and Returns on High Yield Bonds: Analysis through 1997," December 1997, Working Paper, New York University Salomon Center.

③ Barrie Wigmore, "The Decline in Credit Quality of Junk Bond Issues: 1980 - 1988," in Patrick A. Gaughan, ed., *Readings in Mergers and Acquisitions* (Cambridge: Basil Blackwell, 1994), pp. 171 - 184.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威格莫尔的研究支持这种观点。

威格莫尔考察了 1980—1988 年间公开发行的 694 只垃圾债券（不包括金融机构发行的垃圾债券）。他通过考察一些比率，比如利息覆盖比率、债务与有形净资产比率和现金流占债务百分比等比率，衡量了债券发行的质量。他发现利息费用的息税前利润（EBIT）覆盖率从 1980 年的 1.99 倍下降至 1988 年的 0.71 倍。债务占有形净资产的百分比也呈现类似的恶化趋势。这一比率从 1980 年的 60%上升至 1988 年的 202%。现金流占债务的百分比从 1980 年的 17%下降至 1988 年的 3%。威格莫尔分析的财务比率表明垃圾债券发行的质量在 20 世纪 80 年代不断下降。因此，毫不奇怪，到 80 年代末期，垃圾债券市场衰落了。垃圾债券市场的衰落（本章后面会讨论）可以认为是市场对发行质量不断下降的理性反应。

垃圾债券的回收率

垃圾债券的违约并不意味着投资的全部损失。违约的发行者会重新协商它们的债务，让证券持有者收到一些新的报酬，代替他们在最初购买时约定的报酬。

研究人员把垃圾债券的回收率（recovery rate）定义为债券价格相对于违约时或重组期末债券发行价值的比率。奥尔特曼和纳马什在对 1978—1995 年 700 个违约债券的研究中，发现平均回收率为每 100 美元面值的债券中收回 41.7 美元。[①] 奥尔特曼和基肖尔计算了 1971—1995 年间 696 个违约债券的回收率，表明回收率随优先级抵押债券的优先等级变化而变化，平均为面值的 58%，优先级较低的债券平均回收率更低一些。[②] 他们考察的最低优先级债券是次级从属债券，平均回收率为面值的 31%。他们的研究还显示了不同产业之间的巨大差异。回收率最高的是公共设施部门（70%），而其他部门的回收率要比这个比例低得多。比如储蓄机构的平均回收率只有 9.25%。

垃圾债券违约研究的结论

尽管奥尔特曼的研究遭到了许多批评，那些声望卓著的研究人员进行了相反的研究，但是他所采用的研究方法和得出的一般结论还是站得住脚的。奥尔特曼公开承认在垃圾债券大量发行的时期，由于债龄比较短，违约率会比较低。20 世纪 80 年代末期和 90 年代早期，垃圾债券市场情况不容乐观，与此同时，批评性的研究成果不断发布。一些人担忧经济衰退和市场崩溃将标志着违约率

---

① Edward Altman and Scott Namacher, *Investing in Junk Bonds* (New York: John Wiley & Sons, 1987).

② Edward Altman and Vellore M. Kishore, "Almost Everything You Wanted to Know about Recoveries on Defaulted Bonds," *Financial Analysts Journal*, November/December 1996, 57-64.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上升的开始。然而如图 8—8 所示，1992 年及以后几年垃圾债券市场的复苏，证明了违约率还没有那么高。1993—1997 年垃圾债券的平均违约率为 1.39%。结论是垃圾债券的违约率明显受到经济情况恶化的负面影响，在衰退的市场中，违约率上升，但是从长期来看，垃圾债券的违约率还是比较低的。

垃圾债券融资在收购和公司财务中地位的转变

20 世纪 80 年代末期，垃圾债券市场的崩溃导致了第四次并购浪潮的终结。这次并购浪潮的结束还有其他一些重要原因，比如经济衰退，股票市场转变为熊市。使用高收益债券来为杠杆收购融资的公司中有许多都在 90 年代发生了违约。90 年代早期经济开始复苏，公司再次青睐并购，以促使公司快速成长。不少公司信誓旦旦，表明自己不会过度负债。很多公司都强调并购交易的财务结构良好，权益资金充足，对债务资金的依赖程度较小。因此，当第五次并购浪潮开始时，高收益债券的影响力小了很多。

要真正看清垃圾债券在并购中扮演的最终角色非常困难，因为它们在交易中会被作为新债发行以代替旧债。比如，我们曾经提到过，收购者可能会使用过桥贷款在第一时间为交易进行融资，但是紧接着的交易再融资会采用多种方式，包括发行新的垃圾债券。2005 年就有这么一个案例，当时由 KKR 公司率领的收购集团宣布发行 4 亿美元的高收益债券，替换在玩具“反”斗城私有化过程中使用的过桥贷款，这笔私有化交易的总金额是 66 亿美元。[①] 收购集团出售了一笔 19 亿美元的业务来筹集交易的初始资金。这笔 4 亿美元的垃圾债券并不是初始收购筹资中的一部分，但却是交易长期资金来源的一部分。

在美国国内和其他国家，高收益债券都得到了很好的发展。新发行的高收益债券已经成为公司财务领域的一个固定组成部分，但是它在并购中的重要性比 80 年代时要小一些。我们可以看到，收购活动还是会使用高收益债券来融资，但是其重要程度下降了很多。由于市场的发展，更多的公司能够从债券市场上获得大量融资。大量资金的获得促进了许多中等规模公司的成长。并购对促进债券市场的发展起了非常重要的作用，但是债券市场本身也在成长，并没有完全依赖于并购产生的资金需求。债券市场的成长，在一定程度上可以说是第四次并购浪潮中一项成功的副产品，这段时期运用债券市场为收购活动融资，尤其是满足恶意收购中的融资需求促进了债券市场的发展。

作为垃圾债券融资替代品的杠杆贷款市场

垃圾债券一级发行市场成长的一个原因是人们需要一种银行贷款以外的融资方式。然而具有讽刺意味的是，进入 21 世纪，杠杆贷款几乎完全替代了

① Vipal Monga, “Turkey Done, Toys Debuts,” The *Daily Deal*, November 14, 2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

垃圾债券融资，垃圾债券不再是完成并购交易的首选融资方式了。图 8—11 显示了 2000—2005 年美国和全球范围内高收益债券发行量的下降。垃圾债券发行的下降趋势与同期美国和全球杠杆贷款的增长趋势成反比。杠杆贷款是第五次并购浪潮中一项非常重要的融资方式，但是当并购浪潮结束时，贷款就迅速下降了。不过从那时以来，贷款融资还是有过反弹的。

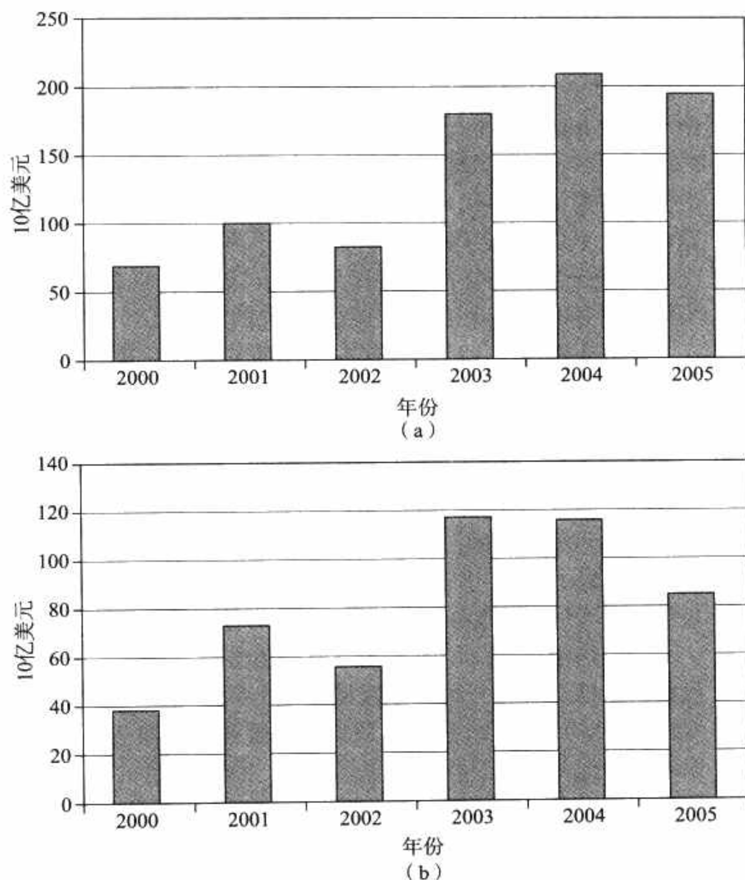


图 8—11　高收益债券的发行：(a) 全球；(b) 美国

资料来源：*The Deal*, May 1-7, 2006, p. 32, and Dealogic。

与过去相比，当前杠杆贷款市场的一个重大差别是现在的贷款来源更多了，比如对冲基金，这些基金为贷款提供资金融通。贷款来源还包括第二置留权债券，这是一种高级别债券，债权人对公司资产拥有仅次于银行的第二位索取权。

商业银行在发行贷款时会假定它们能将债务联合成对冲基金。这些贷款对最终借款人的资产拥有级别比较高的索取权，因此相对于垃圾债券，要求支付的利率比较低，这对借款人具有很大的吸引力。2005 年前后市场发展迅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速，商业银行知道自己可以采取措施降低这些贷款的风险性，因此市场上的资金供给非常丰富。充裕的资金使贷款的流动性比较高，高流动性又进一步促使银行提供贷款。这使得贷款的供给大量增加——常常超过垃圾债券成为人们优先选择的债务融资方式。

杠杆贷款对垃圾债券合约的影响

杠杆贷款与垃圾债券形成竞争。为了增强垃圾债券的竞争力，融资提供者力图修改垃圾债券的合约，从而使合约对债券购买者更具有吸引力。垃圾债券会附带买方期权，让发行者在想要清偿债务或者以更优惠的利率再融资时，可以回购债务。对于期限短于10年的债券，买方期权常常会在债务期将近过半的时候行使。为了应对杠杆贷款市场的竞争压力，新发行的垃圾债券会早在债务期第一年就提供买方期权。

垃圾债券合约还可以包含其他限制性条款，而杠杆贷款可能不具备这些限制性条款或者限制程度比较弱。垃圾债券合约还可以规定一定的债务/现金流水平，而杠杆贷款可能不具备这些条款或者要求更高的债务/现金流比例。

萨班斯-奥克斯利法案对垃圾债券融资竞争力的影响

垃圾债券是公开发行的证券。因此发行者要受到萨班斯-奥克斯利法案相关条款的约束（第12章中将讨论这个法案）。发行者必须遵守相关的财务报告和会计要求，而杠杆贷款通常没有这样的要求。因此这一法案使杠杆贷款具有另外一项胜过垃圾债券的优势。

违约率、回收率和损失率：杠杆贷款与垃圾债券的对比

垃圾债券和杠杆贷款的违约率相近。但是如表8—8所示，杠杆贷款的回收率要高得多。正如人们所预期的，杠杆贷款的损失率相应要低得多。由于杠杆贷款的风险较低，借款者更容易通过这种方式筹集债务资金。他们还能够以比垃圾债券更低的利率筹集资金。

表8—8　　债券和贷款的违约率、回收率和损失率

	3年期累计利率					
	债券			贷款		
	违约率	回收率	损失率	违约率	回收率	损失率
Baa	1.6%	37.4	1.0%	1.6%	49.7	0.8%
Ba	5.3%	15.4	4.5%	10.0%	69.6	3.1%
B	21.1%	23.3	16.2%	24.3%	70.3	7.2%
Caa-C	51.7%	22.3	40.1%	59.3%	66.0	20.2%

资料来源："Credit Loss Rates on Similarly Rated Loans and Bonds," Kenneth Emery, Moody's Investor Service Available online: http: //www.lsta.org/assets/files/Research _ Data。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行发行杠杆贷款的扩张

商业银行发现，通过把杠杆贷款组合起来出售给债务的投资者，比如对冲基金，可以很快将债务撤离资产负债表，通过这项业务可以发行更多的贷款和产生良好的收入。在 21 世纪早期，美国少数几家大规模的商业银行经营着大部分的杠杆贷款业务。这些银行包括美国银行和美国富国银行（Wells Fargo)。当然其他银行也开始来争夺这块风险可控而利润可观的业务。与此同时，对冲基金也非常积极地参与这种贷款。于是在这一领域发放贷款的大商业银行数量大幅度增加（图 8—12)。

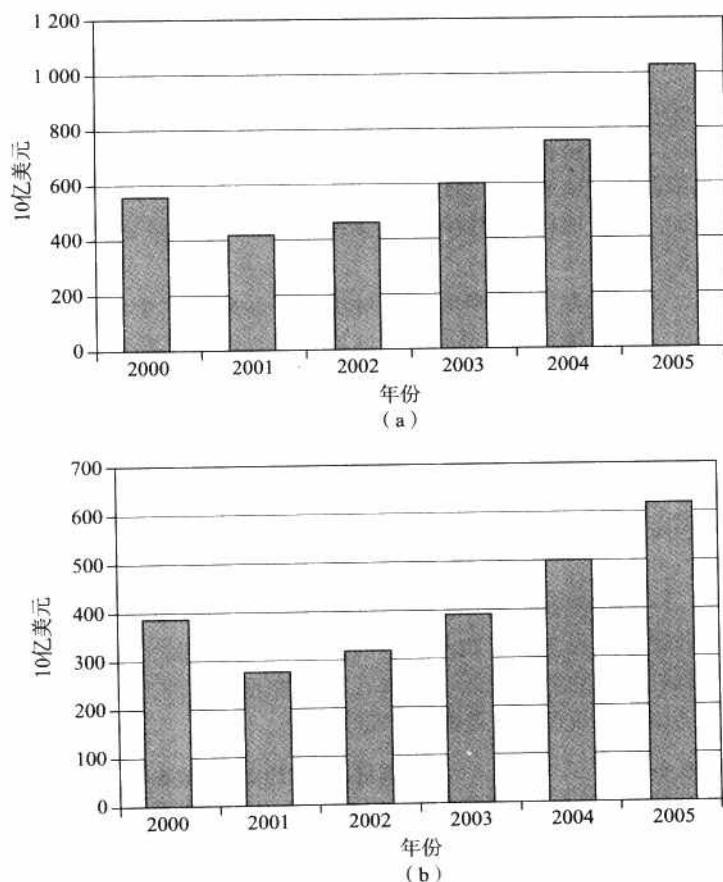


图 8—12 杠杆贷款和债券发行：(a) 全球；(b) 美国

资料来源：*The Deal*, May 1 - 7, 2006, p. 32, and Dealogic。

2005 年左右，交易商们发现自己不能总是从高收益债券市场上获得收益，而杠杆贷款市场上的收入常常要高得多。此外，2005 年左右，垃圾债券市场上的利率在 12%～14%之间，而杠杆贷款市场上的利率范围为伦敦同业拆借

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率（LIBOR）之上200～300个基点。

1999年，监管当局放宽了原来限制银行承销证券的管制措施。这使得商业银行开始进军承销市场，比如垃圾债券的承销业务。一旦获得了进入这一领域的机会，商业银行马上就积极地发展业务，抢占市场份额。在2005年，美国银行的证券部门成为承销业务的领头羊，占领了市场总份额12%的业务。[①] 紧随其后的是J. P. 摩根大通银行和花旗集团。这些银行也是杠杆贷款市场上的领头羊；杠杆贷款是贷给非投资级别借款者的债务。这些贷款在杠杆收购中发挥了非常重要的作用，借款者会采用垃圾债券和杠杆贷款这两种来源的负债完成杠杆收购。

合订融资

并购市场另外一个最新的发展趋势是收购者使用合订融资（stapled financing）。当收购者考虑购买一家目标公司的时候，选择什么样的融资方式来完成交易是一个不确定的因素。融资方面的不确定性会导致收购者错过交易机会。为了尽最大可能争取到有利的报价，一些目标公司的投资银行会提供预先安排好特定条款的融资方式。2005年由摩根士丹利操办的得州仪器公司的拍卖就是这样的一个例子。由于熟知得州仪器公司的价值，摩根士丹利知道这家企业能够偿还那些贷款。

从2001年经济萧条及紧随其后的证券市场低迷开始，合订融资逐渐普及。由于经济收缩，企业从资本市场获得融资变得更加困难，交易数量减少。投资银行为了促使买卖双方更便捷地完成交易，开始重新安排收购目标公司所需要的筹资方式。这成为投资银行额外的一项服务，增加了它们获得的业务费用总额。合订融资作为应对资本市场低迷而产生的创新产品，随着21世纪市场的好转，得到了迅猛发展。

摩根士丹利宣称自己是第一家提供一个完整融资方案的投资银行。摩根士丹利实施这些融资方案的第一笔业务是德莱赛机械公司（Dresser Industries）的拍卖案例，德莱赛机械公司是哈利伯顿·德莱赛公司（Halliburton Co. Dresser）的一个业务单位，专门制造用于石油行业的机械设备。摩根士丹利与瑞士信贷第一波士顿联手，筹划将这个业务单位以13亿美元卖给两家私人权益购买者，分别是第一储备公司（First Reserve Corp.）和奥德赛投资合伙有限公司（Odyssey Investment Partners LLC）。[②] 在交易总资金中，两家投资银行预先安排了一笔8.2亿美元的贷款方案。

---

① Tom Sullivan, "Big Commercial Banks Are Junk Bond Giants: Units of Bank of America, J. P. Morgan Rise to the Top of the Underwriting Ranks," *Wall Street Journal*, July 14, 2005, C4.

② Vyvyan Tenorio, "A Permanent Staple? Stapled Financing," *The Deal*, May 1-7, 2006, p. 36.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合订融资有助于促进公司拍卖，并容易促成更高的出售价格。由于融资变得更加容易，就会有数量更多的收购者来购买一定数量的业务。因此，聘用融资能力强的投资银行和咨询公司提供服务，对出售者非常有利。

合订融资方案的条款可能不会总是对收购者最有利。投资银行提供的合订融资是为了使交易更容易筹集到资金，并就此服务收取一定的费用。但是精明的收购者，比如私人权益公司，通常比较容易接触到其他资金提供者，可以把“贷款出售”给其他银行，从而确保自己获得最有利的条件。

与并购中的其他领域一样，合订融资中也存在潜在的利益冲突。为了获取融资收益，投资银行会尽力促成交易，哪怕不是出于出售者的最佳利益。出售者必须认识到自身的价值，以便从股东的最佳利益出发进行交易。不可否认，他们会使用投资咨询师提供的服务来帮助自己完成交易。但是当咨询师同时也是合订融资的提供者时，出售者就必须意识到咨询师的其他利益诉求。

证券化和并购融资

一直以来公司和金融机构都运用证券化的方法来满足融资需要。比如，公司可以把应收账款和其他应收款项出售给金融机构，由金融机构把这些应收款项集中起来，根据这些账款发行证券。于是公司就能让流动性比较弱的资产迅速流动起来。

私人权益公司通过把正在经营中的公司证券化，为收购交易筹集资金。它们将特定的资产和与那些资产相联系的收入流分离出来，集中到它们创造的金融工具中。然后以预期收入做抵押发行资产支持的证券（asset-backed securities，ABSs）。证券化既可以针对公司一部分资产进行也可以针对整个公司进行，针对整个公司进行的证券化称作整个公司证券化（whole company securitization）。证券化既可以被用作并购融资，也可以被用作资本重组（recapitalization）。一家公司可以使用资本重组来避免业务出售。购买者在完成收购交易后也可以进行资本重组。这可以让收购者把收购后的部分投资或者全部投资变现。

证券化工具的构造比较特殊，可以与母公司分离开来。这个特点降低了所发行证券的风险，即使在发行人发生违约的情况下，这些证券在理论上仍然具有很高的价值、很高的质量。特殊的构造必须使发行人不能染指分离出来的资产收入流。

在具有明确的收入流，并且容易与公司整个经营业务相分离的情况下，证券化相对比较简单。比如获取特许权收入的时尚品牌公司，再比如获取租赁收入的航空融资公司。存在经营风险的公司或者难以筹集交易所需资金的公司，有时候可以通过证券化融资筹集所需要的资金。在证券化融资中，公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司分离出一部分可靠的收入流，并把这部分收入流集中到证券化融资工具中。这样公司其他有风险的业务就与这部分收入流分开了。当公司把所有业务组合在一起的时候，风险比较大，公司借款支付的利率比较高。将不同风险级别的业务分离开来，可以让发行者以非常具有吸引力的利率筹集到资金，比如支付 AA 评级证券的利率。这使借款利率比公司整体借款的利率更低。但是这么操作的前提是，公司必须没有妨碍资产分离的优先级贷款协议。

如果收购者能够以优惠的融资利率收购一家目标公司，那么出售者就会从比较高的收购价格中获益。当出售方与熟知市场上各种融资机会的咨询师共事时，这种情况发生的可能性会更大。当一个以上的收购者能够获得证券化融资时，也会促进出售者获益。

金融领域的创新和创造能力非常巨大。这一领域的高额回报吸引了大量富有智慧和创造力的头脑，如果不从事金融，他们可能会去从事数学与科学方面的工作。他们不断地寻找创造高收益的途径。在并购领域，他们甚至开始将未来的收入证券化。比如木材公司将来自木料的未来收入证券化，这些木料要在未来某个时间才能砍伐。[①] 制药公司也可以这样做，它们的一些药品需要经过漫长的研发和 FDA（美国食品药品管理局）审批过程才能最终推向市场。

并购中资产支持证券的起源

资产支持证券这项金融工具是在 2005 年左右流行起来的，它的起源可以追溯到第四次并购浪潮结束的时候。1989 年，迈克尔·米尔肯和德崇证券协助一只收购基金——瑞莱恩斯资本公司（Reliance Capital）——在 1984 年将公司私有化，然后又在 1988 年公开上市。[②] 1989 年，运用戴斯英酒店（Days Inn）从特许加盟店收取的特许权费，德崇证券发行了可投资级别的债券，帮助戴斯英酒店筹集 1.67 亿美元的资金。这些特许权收入被集中到一个特殊目的实体（special-purpose entity）中，据以发行证券。但是由于特许权收入没有与公司的其他经营收入明确分离开来，这种证券化方式在早期运用得并不是太好，戴斯英酒店最后陷入了破产。但是进入 21 世纪，其他公司也开始运用证券化的方法，比如 Triac 公司将 Arby 食品连锁店证券化。用以 Arby 命名的数千家餐馆的特许经营费做抵押，发行证券。

---

① Lisa Gerwirtz, "Six Pack Abs," *The Deal*, May 1 - 7, 2006, p. 48.

② 时代变化了，但是许多业务参与者没有改变。在第 10 章中我们有一个案例研究，即圣达特集团（Cendant）的重组。圣达特集团的 CEO 是亨利·西尔弗曼（Henry Silverman）。在进行交易的时候，西尔弗曼是瑞莱恩斯资本公司的交易员之一。他后来成为私人权益公司黑石集团的创始人之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小 结

一直以来，收购中支付给目标公司的现金和证券组合不断发生变化。支付组合的变化由多种原因导致，其中最主要的原因是收购者的现金持有状况。如果公司能够获得更多的现金，比如在经济运行良好的时期，公司就会更愿意采取现金支付的方式，目标公司股东也更愿意接受现金。事实上，研究表明在现金支付的收购中，溢价更高。

根据并购中对价支付方式的不同，股东获得的财富效应不同。研究表明，股东的财富效应还根据考察的视角是长期还是短期的而不同。股东的财富效应还会根据管理层持股比例的不同而不同。原因之一是信息不对称的存在。管理层要比市场更加了解目标公司的长期经营状况，这会影响管理层在并购交易中是支付股票还是支付现金的决策。影响决策的另外一个因素是机构投资者和大股东的持股比例，他们的持股比例可能会因为股票支付而被稀释。

私人权益公司非常积极地参与收购业务，这不是一个新现象，很多年来都是这样的。但是过去 15 年来，私人权益公司的地位比在第四次并购浪潮中的地位更加突出。私人权益公司收购母公司的业务部门或者收购整个公司。它们从机构投资者和私人投资者那里筹集资本，组建用来收购目标公司所有权的基金。它们寻找价值被低估的企业，努力提高这些企业的价值，然后以几倍于初始投资的价格把企业出售。

对冲基金的作用越来越突出是最近的一个发展趋势，它们非常积极地参与收购业务。对冲基金筹集大量的资金，根据基金的战略计划进行各种渠道的投资。在过去 10～15 年中，一些对冲基金扩大了它们的投资战略，进入并购领域，与私人权益公司展开竞争。这两种投资基金存在显著的区别。私人权益公司通常是长期投资者，而在过去，对冲基金寻求投资的快速回报。

许多私人权益公司和对冲基金宣称它们能够给投资者提供很高的回报，研究所做的统计无法支持对冲基金的这种宣言。事实上，从收益中扣减了费用和成本后，许多基金的收益率与市场收益率相当，并不比市场的高。

垃圾债券是第四次并购浪潮中一项重要的收购融资来源，但是其重要性后来逐渐下降。第四次并购浪潮中垃圾债券市场发展非常迅猛，到 20 世纪 80 年代末市场急转直下。垃圾债券市场的发展使第四次并购浪潮与以往历次并购浪潮存在本质上的不同。通过垃圾债券市场，规模较小的公司也能够对规模大得多的公司进行恶意收购。投资者逐渐发现使用垃圾债券为收购融资是一种回报率很高的方式，尤其是当它们把垃圾债券分散化来降低风险的时候。这些证券提供的高收益使它们受到各种投资者的广泛欢迎，包括像养老基金、保险公司、储蓄贷款机构这样的大机构投资者。

20 世纪 80 年代末期，市场对垃圾债券的评价开始下降。80 年代末进行的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究得出的结论与早期研究的结论相矛盾，早期研究的观点认为垃圾债券是一种相对比较安全的投资工具，能提供相当高的收益。后来的研究表明高收益债券的违约风险很高，债券质量存在问题。垃圾债券市场经历了几次重大的违约事件，最终崩溃，失去了市场交易领导者的地位。由于缺少德崇证券积极的做市活动，垃圾债券的流动性大大降低。此外，监管措施的变化也迫使一些机构减少或者不再持有高收益债券。20 世纪 80 年代大量的收购案例遗留给市场大量的垃圾债券供给，而市场需求日趋下降。

垃圾债券市场的衰退减缓了收购和杠杆收购发展的步伐。20 世纪 90 年代发生的并购交易更多的是依靠权益融资，使用的债务融资比较少。并购业务也更多地由资金状况良好的收购者进行，发行垃圾债券进行的并购业务越来越少。

第四次并购浪潮中，在使用垃圾债券为并购融资的过程中产生了一项重要的副产品，那就是把垃圾债券引入了日常的公司财务领域。投资者逐渐习惯这些证券提供的高收益，并很快学会如何通过合理的分散化投资降低违约风险。现在，信用状况稍差一些的公司也可以进入资本市场获得融资，这在以前是不可能的。第五次并购浪潮中，垃圾债券市场继续保持着活力，成为公司财务领域的重要组成部分。垃圾债券市场仍旧与并购活动相关，但是重要性要比 90 年代低得多。

其他融资创新逐渐取代了垃圾债券，为并购活动提供融资。其中的一项创新是杠杆贷款。杠杆贷款通常由商业银行发起，然后将贷款进行组合后卖给对冲基金等投资者。对冲基金作为一个团体能够筹集大量的资金，为了寻找更多的机会，它们青睐于这些债务投资。杠杆贷款收取的利率要比垃圾债券的低，此外垃圾债券还具有其他一些不足之处，比如萨班斯-奥克斯利法案的披露要求和其他限制性条款。

并购领域另外一项比较新的融资创新是资产证券化。在这种方式下，特定资产的收入被集中于一项金融工具，然后据此发行证券，支付具有吸引力的利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章

员工持股计划

20 世纪 80 年代，员工持股计划（employee stock ownership plans，ESOPs）在美国发展非常迅速，这主要归功于它们在合并、收购和杠杆收购中发挥了重要的作用。员工持股计划在并购和杠杆收购中主要发挥两种作用：第一是作为收购公司的融资工具（称作员工持股收购，EBOs），杠杆收购中也会运用到；第二是作为反收购的策略。收购者和公司员工发现，他们可以通过员工持股计划收购一家公司，并获得巨大的税务收益，从而降低收购的成本。对于目标公司而言，员工持股计划能用作反收购策略。

《1974 年员工退休收入保障法案》（ERISA）中，对员工持股计划进行了说明，员工退休收入保障法案对公司养老基金计划的管理与结构进行了规定。ERISA 详细说明了公司如何运用员工持股计划来为员工谋取福利。公司通过运用员工持股计划这种方式，可以使参加信托的现金或股票获得税收减免的待遇。然后将这些信托资产以预先确定好的方式分配给参与员工。公司投入员工持股计划中的资产享受税收减免待遇。此外，员工也不需要就他们获得的收益纳税，除非他们将此收益从员工持股计划中提取出来。员工从员工持股计划中获得的收益与他们的薪水直接挂钩。收益比例根据员工薪水占公司薪水总额的比例来确定。因此所有员工获得的支付比例与他们的薪水比例相同，但是绝对数额不相同。

员工持股计划的参与者都要求购买公司的股票。如果员工所在的公司持有子公司 50%以上的股票，他们就可以购买所属子公司的股票。与养老计划不同，员工持股计划并不通过分散化投资来降低资产的风险水平。养老基金的做法是投资于各种资产以降低风险，员工持股计划仅投资于现金、现金等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价物或者员工所在公司的股票。安然事件发生后，人们开始重视将很大比例的退休财产投资于所在公司会面临的风险。

员工持股计划的历史发展

20 世纪 20 年代，员工持股计划在美国非常流行。那个时候，美国股市一路上涨，公众大量持有股票。但随后不久就发生了 1929 年的股市大崩溃和经济衰退，这使员工持有公司股份的数额急剧下降。公司股价下降之后，持有公司股票的风险上升了，员工不太愿意再接受公司股票作为支付薪水的一种方式。

1974 年颁布的税法中，允许具备一定资格的退休计划通过借款来购买股票。这为后来普遍发展的杠杆化员工持股计划（LESOPs）奠定了基础。然而直到 20 世纪 80 年代，人们开始发现员工持股计划能带来税收收益以及其他一些收益，员工持股计划才开始大量盛行。

员工持股计划在 20 世纪 80 年代普及开来，尤其是 80 年代末的时候。人们对员工持股计划兴趣的增加，一方面是因为税收激励的提高，1984 年的税收改革法案中实施了这些税收激励，另一方面则因为业界把员工持股计划用作反收购策略。特拉华州反收购法案通过后，员工持股计划越来越多地被用于反收购战略，第 3 章中讨论了特拉华州反收购法案，该法案规定除非收购者购买了目标公司 85%以上的股份，否则收购后 3 年内不准出售资产。员工持股计划如何用作反收购策略，尤其是与特拉华州反收购法案相关的部分，我们将在本章后面部分进行详细讨论。

图 9—1 显示了 1974—2005 年员工持股计划的增长情况。从图中我们可以看到在 20 世纪 80 年代员工持股计划的数量增长十分显著，2000 年达到顶峰，此后就一直保持在较高的水平上，但是将员工持股计划作为杠杆收购融资工具的用途发生了改变。表 9—1 罗列了一些大规模的员工持股计划。

表 9—1 **代表性大公司的 ESOPs**

公司名称	位置	参与人员数量
宝洁公司(Procter and Gamble Co.)	辛辛那提市，俄亥俄州	40 000
触摸生命公司(Lifetouch, Inc)	伊登普雷里市，明尼苏达州	26 000
安海斯-布希公司(Anheuser-Busch Companies)	圣路易斯市，密苏里州	17 200
阿姆斯特德工业公司(Amsted Industries)	芝加哥市，伊利诺伊州	12 500
帕森斯公司(Parsons Corporation)	帕萨迪纳市，加利福尼亚州	12 000
布鲁克希尔兄弟公司(Brookshire Brothers)	拉夫金市，得克萨斯州	9 000
费雷尔公司(Ferrell Companies)	利伯蒂市，密苏里州	7 400
戈尔公司(W. L. Gore Associates)	纽瓦克市，特拉华州	7 000

注：根据 ESOP 协会会员的信息。

资料来源：ESOP Association。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

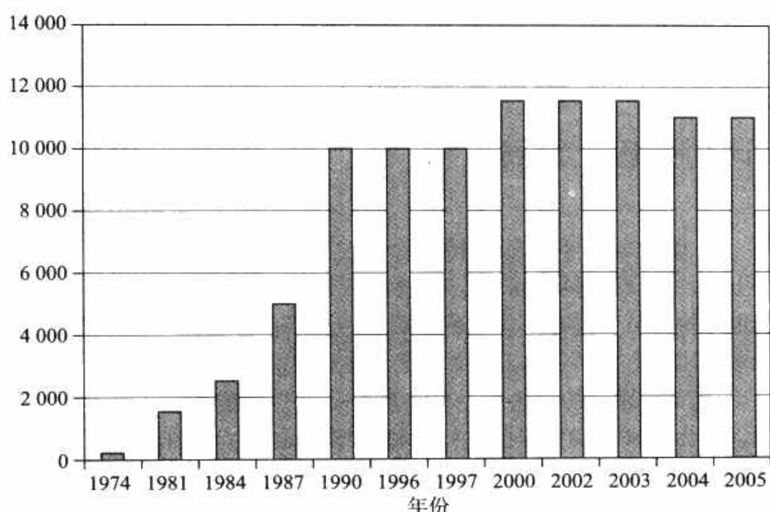


图 9—1 员工持股计划数量的增长，1974—2005 年

资料来源：ESOP Association。

主要的类型

员工养老基金有两种主要的类型，分别是固定收益计划（defined benefit plans）和固定缴款计划（defined contribution plans）。

固定收益计划

在固定收益计划中，雇主承诺在员工退休后支付确定数量的养老金。这笔养老金的数额可能是每月固定金额的美元，也可能是根据预先确定的公式计算的前一年或者前几年薪水的百分比。政府公务员通常都有这种养老金计划。随着员工寿命的延长，同时竞争压力又迫使公司努力控制成本，因此许多公司将固定收益计划转变为固定缴款计划。2005 年和 2006 年，一些大公司冻结或终止了它们昂贵的固定收益计划，这引起了公众的广泛关注。

固定缴款计划

在固定缴款计划下，雇主承诺持续缴纳一笔大量的资金，而不是一笔固定数额的资金。员工的收益取决于福利基金的投资表现。这些基金的投资情况接受工会的管理和监督。固定缴款计划对员工来说，风险要更大一些，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为他们的收益取决于基金的投资表现，雇主不保证投资的业绩。固定缴款计划包括货币购买养老基金计划（Money Purchased Pension Plans）、利润分享计划（Profit Sharing Plans）、401（K）计划以及员工持股计划。员工持股计划是一种固定缴款计划，在员工持股计划中，雇主的缴款主要投资于本公司的股票。

员工持股计划的特征

1986年，美国审计署（General Accounting Office，GAO）对实施员工持股计划的公司进行了一个调查。调查发现91%的被调查者表示实施员工持股计划的首要原因是为员工提供福利；74%的被调查者提到了税收激励的因素；70%的被调查者提到实施员工持股计划能够提高生产效率。[①]

根据来自美国审计署和其他来源的数据，科里·罗森（Corey Rosen）发现，有一半的员工持股计划被用来购买公司的股票。在将近1/3的员工持股计划中，员工拥有公司绝大部分股份，而在另外的1/3中，员工拥有的公司股份少于25%。[②] 根据门克协会（Menke & Associates）的报告，在所调查的1 500例员工持股计划中，接近80%的情况是员工只持有公司的少数股份，平均的员工持股份额低于40%。总的来说，员工持股计划只能让员工拥有公司的少数股份。

平均投入

实施员工持股计划的雇主每年会将公司应付工资的8%～10%投入员工持股计划。这笔投入低于税法规定的可享受税前扣除的最大数额。[③] 对于有些公司来说，比如门克协会，它们投入员工持股计划的比例要高一些。它们的报告声称，它们的平均投入为计划参与者工资的16%，这比那些非员工持股计划的固定缴款计划要高出4%～5%。

杠杆化员工持股计划与非杠杆化员工持股计划

员工持股计划可以分为两类：杠杆化员工持股计划和非杠杆化员工持股

---

① U. S. General Accounting Office, *Employee Stock Ownership Plans: Benefits and Costs of ESOP Tax Incentives for Broadening Stock Ownership* (Washington, D. C.: 1987).

② Corey Rosen, "The Record of Employee Ownership," *Financial Management*, 19 (1), Spring 1990, 39-47.

③ Ibid.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计划（leveraged ESOPs and unleveraged ESOPs)。杠杆化员工持股计划涉及借贷，非杠杆化员工持股计划不涉及借贷。杠杆化员工持股计划更多地被用作杠杆收购的工具。公司投入员工持股计划的资金规模根据是否是杠杆化员工持股计划而有所不同。对于2001年以后设立的员工持股计划，杠杆化员工持股计划的投入上限是工资的25%。2001年以前设立的非杠杆化员工持股计划的投入上限是15%。在杠杆化员工持股计划中，公司通过借款购买本公司的股票。然后用投入员工持股计划的资金来偿还贷款的本金和利息。贷款被分期摊销，随着贷款的逐渐清偿，之前购买的股份转入员工的账户。

员工持股计划在公司财务领域的运用

员工持股计划在公司财务领域得到了一些创新的运用。下面讨论其中的一些用法。[①]

收 购

员工持股计划已经被广泛地运用于公司收购。无论是收购私人持有的公司还是收购公开上市的公司，都可以采用这种方法。根据布鲁纳（Bruner）的报告，59%的杠杆化员工持股计划被用于收购私有公司的股份。与没有采用员工持股计划的杠杆收购相比，采用杠杆化员工持股计划来进行杠杆收购能降低公司的现金流压力，因为公司可以通过向员工持股计划投入股票来代替支付员工现金薪酬，从而减少现金流出。采用这种方法，公司的税前扣除额也会比常规杠杆收购中的税前扣除额更高。此外，杠杆化员工持股计划会比管理层收购吸收更多的员工参与。

资产剥离

员工持股计划还被广泛用于资产剥离（divestitures）和资产变现。布鲁纳的研究报告称37%的杠杆化员工持股计划被用作资产剥离的工具。比如，美国医院公司（Hospitals Corporation of America）将其拥有的180家医院中的104家出售给一家新公司——医疗保健信托公司（HealthTrust)，美国医院公司的员工通过杠杆化员工持股计划持有这家新公司的股份。[②] 前面提到过，当杠杆化员工持股计划用作收购被剥离公司的融资工具时，能够让更多的员工

---

① The organization of this section partially follows a format presented by Robert F. Bruner, in "Leveraged ESOPs and Corporate Restructuring," *Journal of Applied Corporate Finance*, 1 (1), Spring 1988, 54–66.

② Ibid.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参与其中，参与程度超过管理层收购。

使用员工持股计划收购被剥离公司的过程与其他 ESOP 收购类似。在这个过程中，首先会设立一家新的公司，称为新公司（NewCorp），这家公司创建一套员工持股计划，接着由这套员工持股计划通过借款购买新公司的股份。借款资金用于收购被剥离的业务部门，业务部门的资产成为新公司的一部分。然后由新公司向员工持股计划缴款，偿还收购时负债的本金和利息。与其他类型的员工持股计划一样，本金和利息的偿还都可以在税前扣除。当收购被剥离部门所需要的资金总额大于借款金额时，不足部分用权益资金补充。

解救濒临破产的公司

当员工所在公司出现经营危机的时候，可以运用员工持股计划来避免破产。我们看几个陷入困境中的钢铁公司的案例。比如，麦克劳斯钢铁公司(McLouth Steel)，为了在 1988 年避免第二次破产，把公司股票支付给员工来代替工资支付，以此在行业不景气的时候继续维持惨淡的业务，但是员工持股计划并不能改变经济的基本面。由于公司没有增加资本性支出来更新生产设施，麦克劳斯钢铁公司旗下的工厂逐渐被淘汰。公司最终在 1995 年宣告破产。

另外一个案例也能够很好地说明员工持股计划如何用于解救濒临破产的企业，那就是 1983 年韦尔顿钢铁公司的案例。在员工持股计划实施 5 年后，公司的经营欣欣向荣。员工持股计划有助于使管理层和普通员工团结在一起，为公司发展努力工作。在韦尔顿钢铁公司的成功案例中，员工持股计划也同样无法改变行业面临的基本问题。很长时间以来，美国的钢铁公司与日本的钢铁公司及其他高效率的钢铁公司竞争非常激烈。威尔伯·罗斯公司收购了韦尔顿钢铁公司，把它与其他陷入困境的钢铁公司合并在一起，组建 ISG 公司。ISG 公司用 2.53 亿美元现金购买了韦尔顿钢铁公司的大部分业务，同时也承担了一部分债务，并且和员工签署了一份新的协议。随后 ISG 公司又被卖给米塔尔公司，组建了世界上最大的钢铁公司。2006 年，在经历了一场旷日持久的收购战之后，米塔尔公司与安赛乐公司（Arcelor）合并，这家钢铁公司的规模更加壮大了。

筹集资本

公司还可以使用员工持股计划来筹集新的资金。本章后面部分会讨论如何运用员工持股计划来代替公开发行股票。布鲁纳的研究报告称有 11%的员工持股计划被用于这个目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员工持股计划股份的投票权

当员工持股计划被用作并购以及杠杆收购的一种工具时，员工持股计划股份的投票权就成为一个关键问题。第5章中提到过，目标公司可能会把股票放入员工持股计划中，将员工持股计划用作白衣护卫（white squire）。公司希望这些员工持股计划的股份能够在重大决策上投票支持管理层，比如支持合并和其他重大交易等决策。本章后面部分将详细讨论如何把ESOP用作反收购的防御措施。我们会看到股份的投票权是把员工持股计划用作反收购防御措施的决定性因素。

员工持股计划拥有的股份放在员工持股信托（Employee Stock Ownership Trust，ESOT）中，不受员工自己的直接控制，这与员工从经纪人那里购买股票不同。员工持股计划中持有的公司股票受董事会控制，由董事会任命员工持股计划的受托人。因此，投票权实际上掌握在董事会手中，员工不享有投票权。在私有公司中，员工持股计划拥有的投票权通常更少。在私有公司中，参与员工持股计划的员工能否保留他们所持股票的投票权取决于所在州的法律，每个州的情况各不相同。有些州限制投票权，不允许员工股东个人拥有完全的投票权。参与私有公司ESOPs的员工一般没有针对重大问题的投票权，比如选举董事会，除非公司所有者在设立员工持股计划的时候规定员工可以拥有投票权。

实施员工持股计划是否需要经过股东批准

实施员工持股计划通常不需要经过股东的批准。但是在纽约证券交易所上市的公司，如果实施的员工持股计划将持有超过公司18.5%的股份，就需要获得股东的批准。

员工持股计划与现金流

前面提到过，现金流对于杠杆收购的成功与否至关重要。员工持股计划的投入会对公司的现金流产生正面影响，无论这些公司是否参与杠杆收购。

我们假定一家公司向员工持股计划投入价值1 000美元的股票。由于是以股票的形式投入，所以公司没有现金流出。税法允许公司将此1 000美元的投入在税前扣除，这就会通过减少税收支出来增加公司的现金流。当然我们不能就此得出结论，认为获得这些现金流收益不需要付出成本。没有参与员工持股计划的股东所持有的权益份额会被稀释，这会局部或完全抵消上述收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一情况表现为每股收益的降低。

投入员工持股计划的股票估值

员工持股计划投入的税收收益会显著改善公司的现金流。在确定投入员工持股计划的股票数量时，公司必须首先确定股票的价值。这对于上市公司来说非常明确，因为有现成的市场价格可供参考。对于私有公司来说，这个问题就不是那么明确了。必须依赖各种证券价值评估技术来确定私有公司的股票价值。第 14 章中会讨论这些方法。也可以寻求企业估价机构或者企业估值专家的帮助来确定证券价值。在杠杆化员工持股计划中，价值评估尤其重要，因为这将直接决定对员工持股计划中股份的支付价格。[①] 员工持股计划持有的股票必须每年由公司外部的独立估值机构进行评估。

员工持股计划的避税资格

员工持股计划必须符合一定的要求才有资格获得税收减免的好处。这些要求包括所有员工必须年满 21 岁，在本公司工作一年以上，一年中工作时间要达到 1 000 小时。[②] 季节性行业可以有一些例外。它们的员工持股计划只需包含 80%以上的合格员工。

员工持股计划的卖方期权

公司员工可能会收到一份卖方期权，允许他们在获得卖方期权后 60 天内可以将持有的股票卖给公司。如果他们在 60 天内没有执行这份期权，那么会在第二年收到另外一份为期 60 天的卖方期权。卖方期权的期限可以长达 5 年。

这种卖方期权对即将离职的员工尤其重要。当员工执行期权的时候，他们几乎都会要求公司支付给自己现金而不是股票。在 S 公司的员工持股计划中，即将离职的员工可能只会收到现金而不会收到股票。如果实施员工持股计划的私有公司决定在未来上市，就会终止员工持股计划中的卖方期权。当公司上市的注册登记资料中包含员工持股计划股份时，就需要终止其中的卖方期权。终止卖方期权的原因是因为离职的员工可以在公开市场上将持有的

---

① Robert Macris, "Leveraged Buyouts: Federal Income Tax Considerations," in Amihud Yikov, ed., *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences* (Homewood, IL: Dow Jones Irwin, 1989).

② Robert A. Frisch, *ESOP: The Ultimate Instrument of Succession Panning*, 2nd ed. (Hoboken: NJ: John Wiley & Sons, 2001), p. 55.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股份变现，不需要再使用卖方期权。

股利支付

员工所在公司支付给员工持股计划中股份的股利来自留存收益。如果按照下述方式支付，这些股利可以作为费用在税前扣减：

- 股利直接支付给员工持股计划的参与者。
- 股利直接支付给员工持股计划，然后在计划年度结束 90 天内分发给员工持股计划参与员工。
- 员工持股计划收到的股利用于偿还 ESOP 贷款。[①]
- S 公司员工持股计划支付的股利不享受税收免除的优惠。

员工持股计划与股票的公开发行

我们来比较一下员工持股计划相对于公开发行股票的优势。考虑这样一个例子，公开发行 1 000 万美元股票，发行收入为 1 000 万美元，扣除投资银行佣金、法律费用和其他与发行和销售相关的成本。[②] 这些成本通常被称为发行成本（floatation costs）。公开发行股票通常不会影响员工的薪酬和福利。

将股票出售给员工持股计划，也能获得 1 000 万美元的发行收入，但是不需要发生公开发行时的那些成本。但是员工的薪酬和福利通常会有所下降，因为投入员工持股计划的股票代替了一部分薪酬和福利。例如，公司可能不再缴纳员工的养老金。公司向员工持股计划的缴款可以享受税前扣除，尽管员工持股计划设立以前的养老金缴款和工资支付也可以享受税前扣除。如果员工持股计划是通过借款购买股票的，需要支付利息，那么税收的减免会超过支付的利息。使用员工持股计划来代替员工薪酬和福利，可能会给公司带来员工关系的问题。如果养老金计划被取消了，员工在退休时可能就拿不到同样数量的退休金。在员工持股计划中，他们退休后的收入将是公司财务业绩的函数。这增加了员工退休后收入的不确定性，他们可能并不喜欢这种方式。公司必须向员工保证，会向员工持股计划投入大量的资金。公司承诺投入资金的规模加上一贯优良的财务业绩，可能会使员工相信，员工持股计划能给他们带来更多好处。通过向员工持股计划支付股票来代替工资，员工能够获得税盾收益，这一点很吸引员工。

---

① Myron Scholes and Mark Wolfson, "Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring: Myths and Realities," *Financial Management*, 19 (1), Spring 1990, 12-28.

② 1 000 万美元的公开发行金额相对比较小，与大金额的公开发行相比，发行成本所占百分比相对比较高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些私人控股的公司通常不愿意从员工股东那里回购员工持股计划的股份。虽然它们有回购的法律义务，但是它们会给员工灌输出售员工持股计划的股票是一种对公司不忠诚的行为，对在公司晋级会产生负面影响。这种情况降低了员工持股计划中作为员工薪酬的股票的流动性。员工会在薪酬增加和流动性降低之间作出权衡。除了取消养老金计划之外，一些公司还用员工持股计划代替退休后的健康保健计划，比如罗尔斯顿·普瑞纳公司（Ralston Purina）和博伊斯·凯斯凯德公司。公司把股票投人员工持股计划，接着由员工持股计划提供资金支持员工的健康保健福利。由于健康保健成本的增加，加上由此导致的公司未来成本结构的不确定性，会促使公司想尽办法避免这些潜在的支付义务。员工持股计划给它们提供了一项可供选择的方法。

这一部分主要比较员工持股计划与首次公开发行（IPO）的区别，我们必须认识到，绝大部分的员工持股计划都是私募股票交易，公司业主寻求的是个人的流动性，并没有进人资本市场的意图。这些公司大部分都还不具备公开上市的条件。公司业主通过实施员工持股计划，把自己持有的一部分公司股份变现，同时也给予员工公司的所有权。不过，正处于 IPO 过程中的私有公司有时候也会使用杠杆化员工持股计划，把它作为将公司部分股份变现的一种方式，比如变现所有股份中的 1/3，然后在稍后时日公开上市。公开上市后，公司会用一部分发行募集的资金来偿还杠杆化员工持股计划产生的负债。

案例研究

员工持股计划——无法避免劳资纠纷

从理论上讲，实施员工持股计划可以大大提高工人的劳动生产率，同时营造管理层和员工之间更加融洽的关系。理论认为，实施员工持股计划以后，员工变成了企业的“主人”，他们的行为方式会发生改变。美国联合航空公司（United Airline）在 1994 年被收购后，实施了员工持股计划，员工成为公司的所有者之一，但是后来发生的纠纷与前述理论恰好相反。

1994 年，飞行员工会和机械师工会同意削减工资和改变工作规则，以换取 49 亿美元的贷款，来购买公司 55%的股份。① 这些股份会在 7 年内逐渐分派给员工，同时工会也可以在 12 个董事会席位中取得 3 个席位。但并不是所有工会都参加了这次收购。航班服务员工会，代表了 18 000 个员工，是最大的一个员工组织，就认为获得的收益不足以弥补成本，而没有参加。

2000 年，拥有航空公司最高股份比例的飞行员工会开始怠工，导致许多航班被取消。同一年晚些时候，同样为大股东的机械师工会也采取了类似的行动。显然，员工持有股份并不会改变雇主与员工的关系。一部分原因是公司员工数量众多，实施员工持股计划以后，他们要求提高工资和福利的讨价还价能力变弱，所持有股份价值的增加不足以弥补工资和福利实际上的减少。在工会力量强大的公司中，员工不愿意接受管理层的安排，他们不同意以当前工资的低增长来换取退

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

休金账户所持股份价值的不确定增长。他们认为与退休后可能实现的股份增值相比，当前的高工资带来的收益更高。

这起员工持股计划案例带给我们的一个教训是，对于拥有大量员工的公司，尤其是存在强大的工会组织的公司，员工持股计划并不会自动带来生产效率的提高。员工数量较少的小公司可能更容易通过实施员工持股计划获得收益。

虽然美国联合航空公司的员工持股计划收购并没有解决劳工争端，但它的确为员工提供了很多福利。2002 年美联航在航空业的普遍危机下，申请第 11 章破产保护。与许多第 11 章重组案例相同，股东——美联航的案例中是员工和股东——在公司投资的价值锐减。这与曾经公司股票表现良好，员工和股东从最初收购中获益良多形成了鲜明的对比。

① Lawrence Zuckerman, "Divided, an Airline Stumbles," *New York Times*, March 24, 2001, p. C1.

员工承担的风险与员工持股计划

接受公司股票作为薪酬的一部分，员工承担的风险是有所增加的。他们实际上是把“更多的鸡蛋放在一个篮子里”。如果公司经营失败，员工不仅会损失他们常规的收入来源，还可能会损失养老金的价值。1990 年就发生了这样的一个案例，当时南方本德机床公司（South Bend Lathe Company）被强制按照破产法第 7 章申请破产。第 7 章是对公司破产清算进行规定的相关法律。南方本德机床公司是一家成立于 1906 年的制造业公司，1976 年被其员工购买，员工们持有公司 100%的股份。促使公司进行破产申报的债权人想要控制公司全部股份，但是这些股份已经抵押给了另外一位债权人。[①]

为了降低此类风险，公司可以用可转换优先股代替普通股投入员工持股计划中。法律规定必须是可以转化成普通股的股份才能够投入员工持股计划。在公司破产时，优先股比普通股享有更高的优先等级。如果公司股票的价值增加，员工通过把优先股转化成普通股，就可以分享到股价上涨的好处。但是使用优先股代替普通股降低风险的好处是有限的，因为一旦进入破产程序，优先股股东和普通股股东都会遭受重大的损失，虽然优先股股东比普通股股东的优先级稍高一些。

随着员工股东的年龄增大，法律允许他们逐渐分散所持有的股份。从 55 岁到 65 岁，他们投资的分散程度可以从 25%扩大到 100%。[②]

① Paul Dodson, "Creditors Seek Bankruptcy for S. B. Lathe," *Indiana Tribune*, January 18, 1990, p. 19.

② Robert A. Frisch, *ESOP: The Ultimate Instrument of Corporate Finance* (Los Angeles: Margate Associates, 1990), pp. 34 - 35.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值得注意的是，许多成功的员工持股计划支持者不同意上述风险分析。比如，门克协会的罗伯特·马森吉尔（Robert Massengill）表示，他们公司设立的大多数员工持股计划中，员工根本不需要从自己的腰包掏一分钱，不需要为了获得员工持股计划的收益而牺牲一部分薪酬。再加上大部分员工持股计划的投入比例要高于其他固定缴款计划，因此员工能够从员工持股计划中获得更多的收益，而不需要承担额外的风险。

证券法与员工持股计划

根据美国联邦证券法，把股票出售给员工持股计划与公开发行证券并不相同。在发行股票的时候，公司通常会作出书面承诺，这些股票不再出售给第三方。各个州的公司法对员工持股计划的规定各不相同。比如纽约州的公司法并不要求这些投入员工持股计划的股票进行注册。

杠杆化员工持股计划的税收收益

杠杆化员工持股计划的一项特征很有价值，那就是它享有独特的税收收益。下面我们来讨论这些税收收益。

利息和本金支付可以在税前扣除

如果公司直接从银行借款，那么只有偿还的利息可以在税前扣除。但是，如果杠杆化员工持股计划从银行或者其他放款人（比如保险公司）那里借款，偿还的本金和利息都可以在税前扣除，这会极大地降低债务资金的成本。

员工持股计划的其他税收收益

下面我们讨论员工持股计划的其他一些税收收益。

员工/股东的收益

与其他类型的养老金计划相似，参与员工持股计划的员工不需要就他们获得的收益纳税，除非他们实际收到员工持股计划分配的资金。在兼并或收购交易中，如果目标公司不是一家上市公司，那么目标公司股东向收购公司的杠杆化员工持股计划出售股权时，可以选择推迟股份出售所得的发生时间。在达到某些特定条件的情况下，比如公司售出后，员工持股计划至少持有公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司发行在外股份的30%，目标公司的股东有资格采取这种递延做法。[1]

公司收益：股利可以在税前扣除

除了前面讨论的这些收益外，员工持股计划还有一项税收收益，那就是支付给员工持股计划的股利通常可以在税前扣除。这能够避免公司所得被双重征税，并能让这部分权益资金获得与债务筹资相同的税收收益。公司甚至可以只对员工持股计划的股份支付股利，而不对非员工持股计划的股份支付股利。这通过单独创建一类只有员工持股计划能够收到股利的股票就可以实现。

递延亏损的能力

1986年的税法改革限制了公司将亏损递延到公司控制权变更以后的能力。但是如果员工持股计划购买了目标公司50%以上的股份，那么就不受这个规定的限制。

员工持股计划的资产负债表效应

员工持股计划举借的债务必须记录在公司的资产负债表上。相应股东权益的减少也必须反映在公司的财务报表上。[2] 在计算每股收益的时候，向员工持股计划发行的股票必须算入公司发行在外的总股数。这样，实施员工持股计划后的每股收益实际上被稀释了。

杠杆化员工持股计划的缺陷

前文提到了杠杆化员工持股计划的很多优点，但同时它也有很多缺点。下面我们来探讨这些不足之处。

股权稀释效应

员工持股计划可以在借债的同时让借款者获得更大的税收优惠，降低借款的最终成本，这是一项很明显的优点。但是简单比较从银行直接借款和通过员工持股计划借款的税后效应会有误导性。在员工持股计划借款中，公司

---

① Coopers & Lybrand, *Business Acquisitions and Leveraged Buyouts* (New York: Coopers & Lybrand, 1989), pp. 181 - 240.

② Ibid.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在借款的同时发行股份。员工作为公司新的权益所有者，会参与分享新债务资本创造的所有收益。在偿还了贷款后，员工仍然期望所持有的公司股份能给他们继续带来收益。所以，准确地分析员工持股计划借款的成本必须考虑权益的稀释效应。由于权益被稀释的成本取决于公司未来的经营业绩，而公司未来的业绩很难预测，所以计算员工持股计划借款的成本相当困难。权益的稀释效应与新“资本”的生产能力相关，而新资本的生产能力又与员工持股计划的成本节约效应相关。

为了消除权益的稀释效应，公司必须在将来回购新发行的股份。如果公司这么做了，那么这笔回购费用的贴现价值就要用于计算借款的真实成本中。公司会尽可能设计好 ESOP，从而减小权益的稀释效应。如果员工持股计划是购买当前发行在外的股份而不是发行新的股份，那么权益就不会被稀释。[①]

员工持股计划的分配效应

根据员工持股计划向公司股份支付的价格，创建员工持股计划可能会带来收入的分配效应。如果员工以低于市场的价格获得公司股份，那么就可能发生财富的再分配。员工股东会获得财富，而现有非员工股东会遭受一些损失。如果员工还牺牲了别的利益，比如降低了工资或者福利，那么就会抵消以低于市场价格获得股份的收益，分配效应可能就不存在了。

在一项针对 192 家开展员工持股计划的公司的调查中，查普林斯基和尼豪斯（Chaplinsky and Niehaus）发现 48.2%的公司报告由于实施了员工持股计划，员工的薪酬增加了，39.3%的公司报告员工的薪酬并没有发生改变。只有 6%的公司报告由于采用了员工持股计划，员工薪酬下降了。[②]

由于在查普林斯基和尼豪斯的样本中，接近一半的公司报告员工薪酬得到了增加，那么就有可能存在财富从非员工股东向员工股东的转移。但是如果就此得出非员工股东总体上遭受了损失，那是非常没有见地的。员工薪酬组合的风险增加了，需要用一部分增加的薪酬来弥补。此外，员工成为公司股份的所有者之后，能够提高生产效率为公司带来收益。

控制权的损失

员工持股计划另外一个与股权稀释效应相关的劣势是非员工持股计划股东的控制权会遭受损失。向员工持股计划发行股票以后，非员工持股计划股东对公司的所有权和控制权会有所减弱。

---

① Joseph Blasi, *Employee Ownership* (Cambridge, MA: Ballinger Publishing, 1988), p. 70.

② Susan Chaplinsky and Greg Niehaus, "The Role of ESOPs in Takeover Contests," *Journal of Finance*, 49 (4), September 1994, 1451 - 1470.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当员工持股计划拥有公司大量的股份时，管理层想要扩大对公司的控制权就变得更加困难了。1986 年的税收改革法案包含了非歧视性条款，要求不能只由一小部分管理者掌握员工持股计划的收益。该法案要求，低薪员工持股数量必须至少是高薪员工持股数量的 70%。高薪员工指的是那些收入超过 7.5 万美元的员工，或者收入超过 5 万美元、位于公司薪酬体系前 20% 的员工。

尽管员工持股计划会使管理层失去一些控制权，但是不要忘了，员工持股计划股份的受托人拥有投票权。前面提到过，受托人由董事会任命，因此，通常仍然由董事会控制这些投票权，在这样的情况下，控制权的损失也还不是太严重。

员工持股计划与公司绩效

一些员工持股计划的支持者坚持认为员工持股计划能够给公司带来好处，它们能够为公司的资本性支出融资，同时促进劳动生产率的提高。如果员工认为参加员工持股计划使他们获得了公司主人翁的地位，就会努力提高工作表现，提高生产效率。如果给予员工足够的财务激励，他们就不会抵触一些促进生产效率提高的举措，比如进行机械化或者提高工作流程效率。

在一份递交给美国参议院金融委员会主席的报告中，美国审计署并没有发现能够说明上述收益的证据。[①] 研究没有发现实施员工持股计划的公司和未实施员工持股计划的公司之间的利润存在明显区别。虽然在实施员工持股计划后的第一年里，公司利润会有暂时的增长，但是长期来看并没有明显的增长。美国审计署的研究还比较了两类公司的劳动生产率，用以衡量的指标是真实附加值与真实薪酬的比例。考察实施员工持股计划的公司的生产率趋势发现，采用员工持股计划后，劳动生产率有所提高。但是针对两者关系的统计分析并没有发现存在显著的相关性。

最近的一些研究与美国审计署的结论相反。帕克和桑（Park and Song）考察了实施员工持股计划的公司的长期业绩，发现采用了员工持股计划以后，公司业绩有显著的改善。[②] 他们分析了 1979—1989 年 232 家公司的样本，发现市值与账面价值比和资产收益率都有所升高。比如计划实施的第一年内，市值与账面价值比增加了 10.3%，而计划实施 3 年后，市值与账面价值比增加了 24.8%。有趣的是，帕克和桑发现业绩改善只限于那些拥有外部大股东的公司。这与员工持股计划可以用作巩固管理层地位的反收购策略的观点是

---

① U. S. General Accounting Office, "Employment Stock Ownership Effects: Little Evidence of Effects on Corporate Performance," Report to the Committee on Finance, U. S. Senate, October 1987.

② Sangsoo Park and Moon H. Song, "Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders," *Financial Management*, 24 (4), Winter 1995, 52-65.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一致的。这些研究人员提出的理论认为，外部大股东能够促使管理层对公司更加尽忠职守，可以抵消实施员工持股计划后管理层地位过高的影响，同时能够让公司实现员工在员工持股计划的激励下，生产效率提高、经营业绩改善的收益。

布莱尔、克鲁斯和布拉西（Blair，Kruse and Blasi）比较了两类公司的业绩，一类公司控制权集中在内部，另一类公司实施了员工持股计划。[①] 虽然他们的样本不够大，但是他们的确发现，与未实施员工持股计划的可比公司相比，实施员工持股计划的公司以股票收益率衡量的财务表现有显著提高。实施员工持股计划的那些公司贝塔系数比较小，说明风险比较低。由于他们的样本规模比较小，在解释这些结论的显著性时需要格外小心，但是他们确实找到了一些证据支持员工持股计划能改善公司的财务业绩。

员工持股计划与公司稳定性

布莱尔、克鲁斯和布拉西在 1983 年研究了 27 家员工持股占 20%以上的上市公司，同时又选取了 45 家规模和行业类别相似、控制权集中在内部的公司，比较了这两组公司 1983—1997 年的业绩。[②] 他们发现，在员工拥有大量所有权的公司，管理更加稳定，被收购、退市或者陷入破产的可能性更小。他们没有发现任何关于生产效率和公司绩效的负面效应。

信托责任与员工持股计划

员工持股计划的受托人可以是自然人，也可以是其他实体，在管理和监督员工持股计划的过程中具有独立的权威。必须“审慎”地对公司股票进行投资，尤其在涉及杠杆收购交易的时候。如果公司终止一项养老金计划来为收购融资，在此过程中，公司负债水平上升，员工获得公司股票，那么这时美国劳工部可以仔细审查这项交易。员工以外的其他方面，比如公司，是可以从设立员工持股计划过程中获取收益的。但是，如果交易降低了员工的福利，并且产生了争端，那么美国劳工部就可以否决公司的员工持股计划。

案例研究

丹河公司——员工持股计划失败的案例[①]

丹河公司（Dan River，Inc.）是一家纺织品制造公司，位于弗吉尼亚州的丹

① Margaret M. Blair, Douglas L. Kruse, and Joseph R. Blasi, "Employee Ownership: An Unstable Form or a Stabilizing Force," in Margaret M. Blair and Thomas A. Kochan, eds., *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation* (Washington, D. C.: Brookings Institution, 2000).

② Margaret Blair, Douglas Kruse, and Joseph Blasi, 2000, *op cit*.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

维尔市，在1983年为了避免被公司入侵者卡尔·伊坎收购而进行了私有化。作为私有化交易的一部分，员工同意放弃他们的养老金计划，以换取实施员工持股计划。员工持股计划给予员工70%的公司股份。公司采用员工持股计划一方面是为了避免被收购，另一方面是为了获得这类员工福利计划所能带来的税收优势。

媒体很快就报道员工的不满情绪，他们虽然是公司的主要大股东，但是在公司事务上没有多少发言权。公司被收购后经营业绩并不好。表A显示了公司在收购3年后发生的亏损。

表A　　丹河公司的亏损

年份	亏损额（万美元）
1984	840
1985	3 290
1986	810

在考察员工持股计划的潜在收益时，通常会提到工人生产效率的提高。但是据报道，丹河公司的员工对公司发展决策的参与程度并没有提高。比如公司没有经过员工允许就公开发行股份，而这个决策会直接影响员工的所有权份额。丹河公司这个案例说明员工持股并不必然带来员工士气的提高。

① This account is partially based on Dean Foust, "How Dan River Misses the Boat," *Business Week*, October 26, 1987, pp. 34-35.

员工持股计划用于反收购防御

员工持股计划的普及在很大程度上是因为这项薪酬工具能够用作反收购策略，而不仅仅因为它能带来税收优惠。在第5章中已经讨论了员工持股计划如何用作反收购策略，但是为了篇章的完整性，我们在这里进行一下回顾并做一些扩展。

美国的公司中有很大一部分是在特拉华州注册的，1987年12月27日，一项反收购法案在这里生效（参见第3章）。前面提到过，在这项法案中，如果收购方购买了公司15%以上的股票，那么收购方在3年内不允许完成这项收购，除非：

- 收购者购买目标公司的股份达到85%。
- 2/3的股东同意这项收购（收购方持有的股份除外）。
- 董事会和股东决定不采用这项法案的规定。

在特拉华州注册的公司可以创建一项员工持股计划，用作自己的白衣护卫。ESOP持有的股份与“忠诚股份”的结合可以阻止收购者到达完成收购所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要的85%的控股水平。在1988年的宝丽来—三叶草控股公司（Polaroid—Shamrock Holdings）收购战中，这项防御措施就充分发挥了作用。

1989年1月，宝丽来收购案的判例规则设立了一些资格限制，以防止员工持股计划在收购战中被随意使用。法庭规定员工持股计划必须在收购战之前就已经规划好。在收购战中途创建的员工持股计划，比如在AT&T—NCR收购战中创建的员工持股计划，将不予承认。

员工持股计划用于反收购防御的有效性

查普林斯基和尼豪斯分别对实施与未实施员工持股计划的公司的收购事件进行了分析。① 在控制了其他相关因素后，比如所在州收购法案和其他反收购防御措施等的影响，他们发现员工持股计划会明显降低收购的可能性。他们的结论表明员工持股计划的防御性能甚至要比毒丸计划更好。进入21世纪，毒丸计划仍然是最重要的反收购防御措施，而大多数目标公司并没有太多关注作为反收购收益来源的员工持股计划。

帕克和桑注意到，自从员工持股计划出现并被广泛运用后，反收购策略的运用频率大幅度下降了。② 他们发现一些员工持股计划被公司用来代替其他的反收购防御措施，比如毒丸计划。

员工持股计划和股东财富

从理论上讲，员工持股计划会以两种截然不同的方式影响股东的财富。一方面，员工持股计划会给公司带来税收收益，降低它们的税务负担。如果应付税收降低了，那么税后利润就会增加，股东就能分配到更多的剩余利润。但是另一方面，如果员工持股计划被用作反收购措施，由于公司股价下降，股东获得收购溢价的可能性就会降低。

在一项针对165份员工持股计划实施公告的研究中，常发现65%的公司在公告前后两天内的超常收益为正。这两天的平均超常收益为3.66%。③ 随后常分析了实施员工持股计划的不同动机，比如为杠杆收购融资或者为实施反收购防御而开展员工持股计划，并对这些不同子样本的股东财富效应进行了考察。对于那些采用员工持股计划来为杠杆收购融资的公司来讲，那两天的

---

① Susan Chaplinsky and Greg Niehaus, "The Role of ESOPs in Takeover Contests," *Journal of Finance*, 49 (4), September 1994, 1451-1470.

② Sangsoo Park and Moon H. Song, "Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders," *Financial Management*, 24 (4), Winter 1995, 52-65.

③ Saeyoung Chang, "Employee Stock Ownership Plans and Shareholder Wealth: An Empirical Investigation," *Financial Management*, 19 (1), Spring 1990, 48-58.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均超常收益为11.45%。对于那些采用员工持股计划与员工达成薪酬协定，从而改善现金流的公司来讲，那两天的平均超常收益为4.19%。当员工持股计划被用作反收购措施时，那两天的平均超常收益为22.34%。

常的结论表明，排除被用作反收购的防御措施，实施员工持股计划能够增加股东财富。后来的研究也支持这个结论。迪隆和拉米雷斯（Dhillon and Ramirez）的研究表明，在宝丽来判例规则出现以前，员工持股计划能够增加股东财富，在宝丽来的判例中，使用员工持股计划进行反收购防御被合法化。[1] 但是在宝丽来的判例规则通过后，研究发现市场作出了负面反应。如果考察期间比较长，而不只是公告的前后两天，那么对股东财富的负面影响就没有那么明显。如果员工持股计划能够使目标公司获得更好的讨价还价地位，那么相应就能得到更高的收购溢价，但是在短短两天的时间内，这一效果并不明显。因此，虽然员工持股计划被用作反收购措施可能会减少股东的财富，但仍然需要进一步的分析来加以证明。

并不是所有研究都能发现统计上存在显著的股东财富效应。查普林斯基和尼豪斯就没有发现宣告实施员工持股计划后，在统计上有显著的股票价格反映。[2] 他们对这个结论以及研究中的其他发现（员工持股计划是一项很有效的防御措施）进行了解释，实施有效的防御措施降低了股东获得收购溢价的可能性，这恰恰能说明员工持股计划的好处。他们猜测，由于这个好处，实施员工持股计划的公司在最终被收购时，股东能获得更高的溢价。

员工持股计划和杠杆收购

杠杆收购最富有变化的一种构造方式就是创造性地使用员工持股计划。[3] 凯尔索公司的路易斯·凯尔索（Louis Kelso）率先使用了这项技术来收购公司。凯尔索曾经积极地说服立法者，比如参议员拉塞尔·朗（Russell Long），参议院金融委员会前主席，支持加强员工持股计划功能的员工退休收入保障法案条款。通过把员工持股计划用作公司融资的工具，凯尔索帮助一家小型报业连锁店——位于加利福尼亚州帕洛阿尔托市的《半岛日报》（Peninsula Newspapers）——的员工从即将退休的店主手里买下了这家店。[4] 这项计划使

---

① Upinder S. Dhillon and Gabriel G. Ramirez, "Employee Stock Ownership and Corporate Control: An Empirical Study," *Journal of Banking and Finance*, 18, 1994, 9-26.

② Susan Chaplinsky and Greg Niehaus, "The Role of ESOPs in Takeover Contests," *Journal of Finance*, 49 (4), September 1994, 1451-1470.

③ Robert A. Frisch, *The Magic of ESOPs and LBOs* (New York: Farnsworth Publishing, 1985), p. 12. This book provides a comprehensive treatment of the use of ESOPs to finance LBOs.

④ Joseph S. Schuchert, "The Art of the ESOP Leveraged Buyout," in Stephen C. Diamond, ed., *Leveraged Buyouts* (Homewood, IL: Dow Jones Irwin, 1985), p. 94.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员工在购买公司的同时，享受到了巨大的税收收益，降低了购买成本。

为了协助杠杆收购筹集所需资金，员工持股计划，或者更确切地说是杠杆化员工持股计划通过向银行或者贷款者集团筹借资金进行杠杆收购。融资规模越大，就越需要通过贷款者集团借款。杠杆化员工持股计划会从银行（或者贷款者集团）那里筹借一定数量的资金，并用公司的股票作为贷款的抵押品。如果杠杆收购的是一家公司的某个部门，母公司也可能会为贷款做担保。员工所在公司会向杠杆化员工持股计划支付一笔可以在税前扣除的资金，偿还贷款的本金和利息。

杠杆 ESOP-LBO 的流程

所有的杠杆收购都有自己独特的方面，同时也会有一些共同的特征。为了更好地说明这一点，我们考察一个部门出售的例子，在这个例子中，母公司的管理层希望通过杠杆收购买下这个部门。使用杠杆化员工持股计划进行交易的步骤如下：

步骤一，将要出售的部门以独立的形式成立一家新公司。

步骤二，部门原管理者对该部门进行权益投资，成为新公司的所有者。到目前为止，该部门还只是一个没有资产的壳公司。

步骤三，在新公司内部设立员工持股计划，与银行或其他贷款者谈判获得贷款。

步骤四，员工持股计划使用贷款所得购买新公司发行的股份。

步骤五，新公司同意向员工持股计划缴纳可以在税前扣减的款项，偿还债务。如果贷款方提出要求，原公司可以为贷款进行担保。当贷款方认为新公司的风险水平比较高时，通常会要求担保。

交易还可以这样构造，杠杆化员工持股计划使用贷款所得购买新公司的股份而不是资产。在这种情况下，新公司使用发行股票所得购买原公司的资产。

在税法允许的税收减免的优势下，员工持股计划可以降低杠杆收购的成本。从这个角度来说，员工持股计划是进行杠杆收购的创新方法。在杠杆化员工持股计划中，所购买的证券放在临时账户（suspense account）内，这些放在临时账户内的股票称作未分配股票（unallocated shares）。直至贷款全部清偿后，这些证券才分配给员工持股计划的参与者。分配数量参照每位员工的薪酬确定。

案例研究

宝丽来公司——作为反收购策略实施的员工持股计划

1988 年 7 月 20 日，三叶草控股公司开价每股 40 美元收购宝丽来公司，宝丽来公司第一次使用员工持股计划进行反收购防御。这次员工持股计划的实施并没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有给公司员工带来更多的薪酬。相反，员工薪水削减5%，其他一些福利也有所下降，节省下来的资金用于施行员工持股计划。公司所有员工都参与了这个计划。

> 员工持股计划总共借款2.85亿美元，并从宝丽来公司获得1 500万美元的现金，以每股30.875美元购买了971.66万新股……员工持股计划报出的股票价格更多地出于法律上的考虑而不是根据财务分析的结果。根据法律上的先例，有三种定价规则可供选择：(1)董事会批准收购计划当天的收盘价格（7月12日）；(2)7月12日最高价格和最低价格之间的平均值；(3)较长一段时期内股票的平均价格。宝丽来公司根据这些规则，主要是第二条规则，采用了当天的最低价格。①

股份出售给员工持股计划后，紧接着公司通过自我投标实施了一项股票回购计划。以每股45.918美元的价格回购了总共2 450万股。这使宝丽来公司发行在外的股份大大减少，也使得ESOP持有了公司20%左右的股份。②

三叶草控股公司想要在特拉华州法院通过法律措施取消宝丽来公司的员工持股计划。它们提出员工持股计划具有歧视性，它的实施使得三叶草控股公司无法购买宝丽来公司的股份。但是如前面提到过的，法院发现宝丽来公司的董事会早在1985年就考虑实施员工持股计划了。三叶草控股公司提出根据特拉华州的反收购法案，员工持股计划持有的股份不能算入公司总股份，法院不同意三叶草控股公司的这项申诉。法院认为，由于宝丽来公司的员工持股计划允许员工持有股份，并在股权收购中享有投票权，因此，这些股票应该与其他发行在外的股份一起计入85%的数量要求。伯杰（Berger）法官陈述，员工持股计划"在根本上是公平的"，并没有使管理层的利益凌驾于员工利益之上。③由于员工持股计划的实施，三叶草控股公司根本无法收购到85%的公司股份，按照法律要求完成收购。

许多公司认识到，设立防御性员工持股计划的成本可以远远少于宝丽来公司投入的14%的股份。许多公司的各种养老金计划、储蓄计划和员工福利计划中已经拥有一些股份，这些股份可以部分或者全部适用于特拉华州法律15%的持股要求，起到反收购的防御保护作用。比如，雪佛龙公司投入员工持股计划的股份只有5%，因为公司的员工福利计划中已经拥有11%的股份。一些公司的员工福利计划中已经持有15%的公司股份，这意味着可以在不稀释公司权益的条件下设立员工持股计划。如果员工福利计划中的股票不具有选举权，公司就可能需要更改这些股份的选举权，从而让这些股份带有选举权。

三叶草控股公司最后被迫放弃收购，并与宝丽来公司签署了为期10年的终止协议。宝丽来公司也补偿了一部分三叶草控股公司在收购过程中发生的费用。作为补偿协议的一部分，宝丽来公司还把自己在三叶草控股公司电台上的一些广告时间转给了三叶草控股公司。

在确保公司的独立性上，员工持股计划起到了关键的作用。在随后几年，无论员工自己是否需要，公司都要求员工将收入的8%投入员工持股计划。在收购事件之后，宝丽来公司的股价起起落落。公司价值不断下降，员工股东投资的价值也不断下降。随着公司的破产，多年积累起来的公司价值一落千丈。

与美国联合航空公司的员工股东相似，员工用大量退休后的财富购买雇主的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票，会承担很大的风险，这些雇主是他们收入的提供者。宝丽来公司后来在破产重组中，以2.55亿美元的价格被卖给一家风险投资公司——第一银行公司。

① Robert F. Bruner and E. Richard Brownlee II, "Leveraged ESOPs, Wealth Transfers and 'Shareholder Neutrality': The Case of Polaroid," *Financial Management*, 19 (1), Spring 1990, 63.

② Ibid., p. 64.

③ Keith Hammonds, John Hoerr, and Zachary Schiller, "A New Way to Keep Raiders at Bay," *Business Week*, January 23, 1989, p. 39.

员工持股计划与管理层收购

查普林斯基、尼豪斯和范德古特（Chaplinsky, Niehaus and Van de Gucht）的研究对员工收购和管理层收购进行了比较。[①] 他们的一个主要发现是员工在收购融资中起到了关键性的作用。此外他们还发现，在这两类收购中，收购前和收购后有许多非常有意思的不同之处：

- 收购前：
  - 员工收购的公司中资产/员工的比例较低。
  - 员工收购中公司的股票价格要比管理层收购中低。
  - 员工收购公司主要是迫于收购压力而开展的。
  - 员工收购的公司中养老金计划的资金通常十分充足。
- 收购后：
  - 员工收购的公司中负债水平要高于管理层收购的公司（主要通过向银行借款）。
  - 在管理层收购中，员工现金薪资的削减只有2.6%，但是在员工收购中，薪资的削减达到56%。

小 结

员工持股计划创建的初衷是为了增加员工福利。但是金融从业人员发现，员工持股计划是一项创新程度很高的公司融资工具。在被公司用作借款工具的时候，员工持股计划能够给公司带来大量的现金流收益和税收收益。当税收收益与向其他福利计划投入的削减结合在一起时，可以进一步扩大现金流收益。公司收购者认识到，在竞价者为杠杆收购筹集债务资金的时候，员工持股计划这项金融工具能够让他们降低借款成本。因此，恶意竞价者和想要

① Susan Chaplinsky, Greg Niehaus, and Linda Van de Gucht, "Employee Buyouts: Causes, Structure, and Consequences," *Journal of Financial Economics*, 48 (3), June 1998, 283-332.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购公司的员工集团可以使用员工持股计划来筹集资金。

员工持股计划可以为公司收购者带来很大的融资收益，同时它们也可以被公司用作潜在的反收购防御工具，在这种情况下，员工持股计划需要经受法律的考验，事实强调了 ESOP 作为反收购策略的价值。在宝丽来—三叶草控股公司的判决中，法院作出判决，由于符合某些资格，比如在收购战争开始之前就已经筹划员工持股计划，因此宝丽来公司的员工持股计划用作反收购策略是有效的。

除了能够给公司收购者提供收益和在恶意收购中保卫公司之外，员工持股计划还能产生正的股东财富效应。研究人员在发现员工持股计划可以用作有效的反收购策略的同时，也得出了支持上述论断的研究结果。这表明，在进行收购防御时，员工持股计划所带来的收益远远大于被收购可能性降低所造成的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 部分
公司重组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章

公司重组

并购领域主要研究的是公司规模扩张的问题，不过公司也经常考虑经营规模收缩的问题。经营收缩可能是因为公司业务部门的业绩不佳或者这个部门不再符合公司发展规划。为了消除先前失败的并购行为的影响，公司也有必要进行重组。我们可以看到，许多出售活动都是因为公司负债水平过高或者经济需求疲软引发财务危机而导致的，我们还可以看到公司出售的数量随着交易总量的增加而增加。与并购交易一样，公司出售交易的数量随着总体经济的波动而上下波动。这种情况不仅仅发生在美国，也同样发生在亚洲和欧洲。

在本章中，我们将探讨公司经营业务收缩的不同方式，并且提出一套进行资产剥离决策的方法论。在收购中评估目标公司价值的方法也同样可以被公司用来确定某个部门是否值得保留。资产剥离和公司收购会采用类似的分析方法，但是两者看待交易的视角是相反的。尽管分析方法类似，但是交易双方仍有可能评估出完全不同的价值，因为它们使用的假设不同或者需求不同。

本章考察几种不同类型的公司重组对股东财富产生的影响。当被剥离的部门为公司创造的价值与该部门的市场价值不相称时，公司经营规模的收缩可能会使公司股价上涨。在这种情况下，实施公司重组的政策能够增加股东投资的价值。

公司重组可以采取若干种不同的方式：包括剥离、股权出售（equity carve-outs）、分立（spinoffs）、股份置换（splitoffs）和股本分散（splitups）。剥离是指将公司的一部分出售给外界。出售的公司获得现金、可交易证券或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者两者的组合。股权出售由剥离转化而来，是指将所持有的子公司股权出售给外界。母公司将子公司的股权出售后，不一定继续拥有对子公司的控制权。投资者按新获得的权益份额享有对被出售公司的所有权。在股权出售中，会创建一个新的实体，其股东构成可能与母公司的股东构成不再相同。被出售的公司会拥有一支不同的管理团队，并作为一个独立的公司经营运作。

在标准形式的分立中，也会创建一个新的法律实体，发行新的股份，但是这些股份会按比例分配给原股东。由于是按比例分配股份，所以新公司的股东构成与旧公司的相同。尽管在分立最初，股东构成是相同的，但是被分立的公司拥有自己的管理团队，作为独立的公司经营运作。分立和剥离的另外一项区别是，剥离会为母公司注入现金，而分立通常不会为母公司注入现金。在兑换（exchange offer）中，子公司会发行新的股份，母公司的股东可以选择是继续保留原来的股份还是将自己的股份换成新上市子公司的股份。这种形式的交易与股份置换有些相似，子公司会发行新的股票代表权益，子公司的经营与母公司分离。但是与股份置换有所不同，在兑换中，为了获得新发行的股票，母公司的股东必须放弃原有的股份。

在股本分散中，整个公司会被分成一系列新公司，最后的结果是母公司不复存在，只剩下各家新成立的公司。各家公司的股东可能有所不同，因为原股东可以把持有的母公司股份兑换成一家或多家新公司的股份。

有时候公司进行的重组会综合运用多种方法，而不只是单独使用其中一种方法。比如，1999 年通用汽车公司将自己在汽车产品子公司——德尔福汽车系统公司（Delphi Automotive Systems）——17%以上的股权出售。3 个月后，这家子公司被分立出去，通用汽车的股东每持有一股就可以获得 0.7 股德尔福公司的股份。在这些交易后，通用汽车认为自己退出了汽车零部件行业，但是根据它与全美汽车工人联合会的劳动协议，通用汽车仍然要承担一部分德尔福公司工人的工资与福利义务。当德尔福公司在 2005 年被迫进行破产申报时，这个情况还引发了一些问题。

案例研究

RJR 纳贝斯克公司的重组

1999 年，RJR 纳贝斯克公司宣布进行一次重大重组，包括剥离和分立相关的业务部门。母公司 RJR 纳贝斯克控股公司以将近 80 亿美元的价格把所属的 R.J. 雷诺兹国际公司（R.J. Reynolds International）出售给日本烟草公司（Japan Tobacco）。雷诺兹公司的烟草业务素以现金流充足而闻名，当时已经被分为国内和国际两个独立的经营实体。随后国内的业务单位——R.J. 雷诺兹烟草公司（R.J. Reynolds Tobacco）也被分立出去。分立的原因之一是因为美国国内大量的诉讼案件给烟草企业带来了很多麻烦。另外，雷诺兹烟草公司在与强大的对手——菲利普莫里斯公司（Philip Morris）的竞争中，逐渐失去市场份额。美国的烟草市场已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经开始走下坡路，R.J. 雷诺兹公司在这个衰退的市场中还在不断失去市场份额。此外，虽然烟草行业能够产生稳定的现金流，但是诉讼事件也使公司背负了大量的债务。雷诺兹国际烟草公司的前景要光明一些，但是与国内的业务捆绑在一起，这些前景很难实现。作为重组计划的一部分，纳贝斯克控股公司将80%的食品业务转给纳贝斯克集团公司。公司的食品业务发展良好，公司希望重组计划能够吸引市场的关注，使公司借此机会进一步发展。

重组之后，独立出来的 R.J. 雷诺兹烟草公司的股价很不稳定，直到 2000 年才出现反弹。市场份额的下降也开始稳定在 24%的水平，但是由于低价位零售商的竞争，尤其是那些没有受到《和解协议》（the Master Settlement Agreements）影响的竞争者的激进战略，雷诺兹公司的市场份额再次减少，作为烟草公司与州政府的法律协议，《和解协议》向美国四家主要的香烟制造商收取了巨额的现金罚款。

2004 年，R.J. 雷诺兹公司，这家排名第二的美国香烟生产商与行业排名第三的布朗威廉森公司（Brown and Williamson）合并。合并后的公司称作雷诺兹美国烟草公司（Reynolds American）。美国联邦贸易委员会没有反对这次合并，但是这次合并反而突出了两家公司的弱点。这两家公司存在相似的问题，比如面临大量的诉讼案件，在低价位销售商的强势竞争性下，市场份额不断缩减。但是这次合并使 R.J. 雷诺兹公司增强了自己在烟草行业的地位，同时，将食品业务卖给卡夫公司（Kraft）后，纳贝斯克公司的经营更加集中化，而卡夫公司更加成为国际食品行业的巨头。

剥　离

大多数的出售都是简单的剥离。公司还会进行其他形式的出售，比如分立或者股权出售，从而在分离某个部门的同时实现一些其他的目标。例如，如果公司希望分离交易可以获得免税待遇，那么就可以采取分立的方式。

最常见的剥离方式是母公司将某个部门卖给其他公司。这个过程对于出售方企业来讲，是一种经营收缩的方式，而对购买方企业来讲，是一种经营扩张的方式。表 10—1 罗列了 1985—2005 年间发生的剥离交易数量。

表 10—1　　美国、欧洲和亚洲的剥离交易，1985—2005 年

年份	美国			欧洲			亚洲		
	价值（百万美元）	交易数量	平均	价值（百万美元）	交易数量	平均	价值（百万美元）	交易数量	平均
1985	67 038.4	1 090	61.50	3 305.2	111	29.78	368.0	19	19.37
1986	96 509.6	1 525	63.28	13 748.2	212	64.85	1 013.4	39	25.98
1987	101 319.0	1 310	77.34	18 456.4	430	42.92	6 529.5	80	81.62

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

年份	美国			欧洲			亚洲		
	价值（百万美元）	交易数量	平均	价值（百万美元）	交易数量	平均	价值（百万美元）	交易数量	平均
1988	144 023.4	1 832	78.62	37 380.1	891	41.95	12 806.3	150	85.38
1989	137 079.0	2 629	52.14	62 792.1	1 173	53.53	14 500.3	165	87.88
1990	93 458.3	2 732	34.21	87 358.7	1 879	46.49	21 359.2	311	68.68
1991	69 233.2	2 654	26.09	73 678.3	3 954	18.63	13 095.3	495	26.46
1992	85 382.8	2 459	34.72	68 653.7	4 106	16.72	12 938.5	372	34.78
1993	95 256.9	2 712	35.12	71 511.2	3 655	19.57	18 981.2	686	27.67
1994	153 446.2	2 957	51.89	64 272.9	3 273	19.64	17 524.2	671	26.12
1995	255 228.9	3 367	75 80	96 925.0	3 862	25.10	36 376.8	893	40.74
1996	196 416.4	3 572	54.99	116 528.5	3 537	32.95	34 512.2	951	36.29
1997	345 006.5	3 592	96.05	175 213.3	3 500	50.06	52 579.5	1 009	52.11
1998	286 066.8	3 668	77.99	215 332.2	3 456	62.31	46 489.2	1 500	30.99
1999	386 415.1	3 274	118.03	322 269.3	4 580	70.36	64 388.8	1 439	44.75
2000	356 651.4	3 075	115.98	378 504.0	5 244	72.18	94 475.9	1 626	58.10
2001	362 471.6	2 793	129.78	216 528.0	4 403	49.18	75 642.4	1 641	46.10
2002	176 126.8	2 745	64.16	221 374.7	3 397	65.17	62 884.4	1 918	32.79
2003	245 166.4	3 096	79.19	208 078.7	3 947	52.72	59 482.7	2 387	24.92
2004	257 710.7	2 893	89.08	274 965.8	3 553	77.39	66 465.1	2 828	23.50
2005	345 634.7	3 041	113.66	369 815.7	3 797	97.40	71 968.0	2 648	27.18

资料来源：Thomson Financial Securities Data。

历史趋势

在20世纪60年代末期的第三次并购浪潮中，剥离和出售交易占全部交易总数的百分比非常小。那个时候，公司主要致力于业务扩张，广泛地通过收购其他公司来刺激股价上涨。随着税法的变更和其他监管措施的实施以及由于股票市场的低迷，这股扩张浪潮宣告结束。公司开始重新考虑那些被证明失策的收购——1974—1975年的经济衰退更加突出了这个要求。在经济总需求水平不断下降的压力下，很多公司被迫卖掉自己的业务部门来筹措资金，改善现金流。在国际竞争的压力下，20世纪60年代组建的大规模混合经营的公司在世界市场上缺乏竞争力，而在卖掉了先前收购来的业务部门后，经营效率得到了很大的提高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早在1971年，当剥离交易飞跃至交易总量的42%时，这股收购的逆转趋势就已经初现端倪。1975年经济衰退期间，这一趋势达到了顶峰，公司剥离的数量达到交易总量的54%。整个80年代，公司剥离的数量保持在35%～40%之间。在第五次并购浪潮中，公司剥离的数量再次上升，这段时期，规模缩减和经营集中化是企业主要的战略。在这波浪潮的末期，随着交易总量的减少，剥离的数量也减少了，直到21世纪并购交易再度复苏时，剥离交易才有所反弹。

许多公司剥离出售的都是之前收购进来的部门。图10—1显示了收购和随后的剥离之间的关系。从收购曲线对剥离曲线的引导趋势可以看出剥离是在撤销先前的收购。20世纪60年代末是兼并活动的密集时期，在图10—1上表现为这一时期收购曲线出现高峰，随后在70年代早期就出现了剥离曲线的高峰。股票市场的表现对剥离数量起到了决定性的作用。林和罗兹夫（Linn and Rozeff）使用回归分析，发现在股票市场低迷的年份里，比如1966年、1969年以及1973—1974年，公司剥离的比率会下降，低于使用先前兼并数据预测的比率。当市场表现良好的时候，通常也是经济运行态势良好的时期，公司剥离的数量就会有所增加。[①] 这项研究与20世纪90年代股市上涨和剥离数量增加的情况相符合。图10—1显示，在80年代末并购活动减缓的时候，公司分立和剥离的步伐却加快了。随着90年代第五次并购浪潮的加速，公司出售的数量继续增加，但是占交易总量的比例下降了。

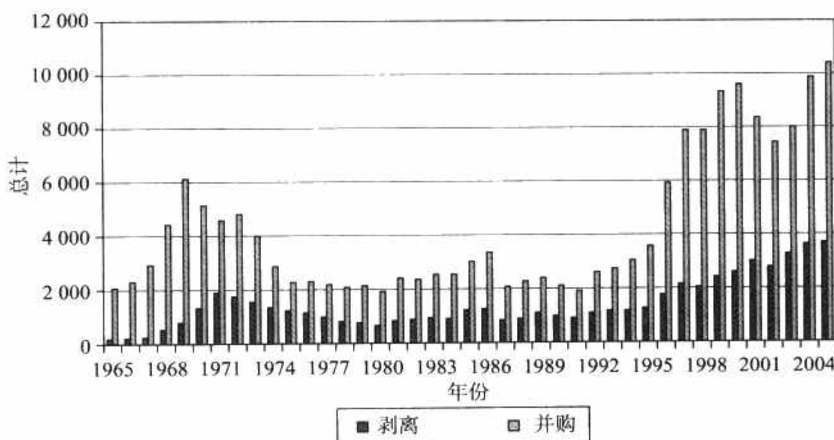


图10—1 美国的并购与剥离，1965—2005年

资料来源：*Mergerstat Review*，1994—1998，2006。

许多对公司收购持批评态度的人会引用收购失败后的剥离事件，来证

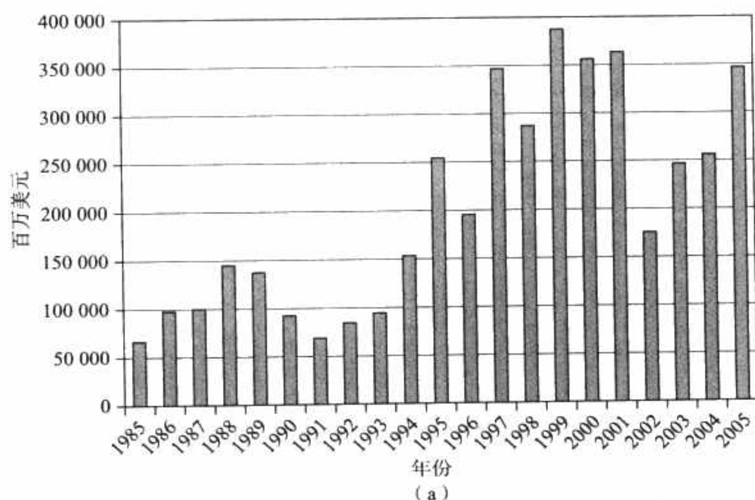
① Scott C. Linn and Michael S. Rozeff, "The Corporate Selloff," *Midland Corporate Finance Journal*, 2 (2), Summer 1984, 24.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明扩张计划的不恰当。这些我们在今天仍能经常听到的批评之声由来已久。比如分析1950—1986年期间33家公司的样本，这些公司通过收购活动进入了新的行业，但是波特（Porter）发现53%的收购交易后来被剥离了。[①]根据这个证据，波特得出公司收购活动并不"明智"的结论。雷文斯克罗夫特和谢勒（Ravenscraft and Scherer）的研究也在一定程度上支持这一结论，他们发现在20世纪60年代和70年代进行的收购交易中，有33%在后来被剥离了。[②]对最近发生的许多收购活动的跟踪也表明还需要进一步进行研究。[③]

全球的剥离趋势

美国、欧洲和亚洲三个地方剥离交易的数量变化非常相似。但是在第五次并购浪潮的后半部分，欧洲和亚洲剥离交易的总价值要比美国增加得更快。在2000—2001年经济下滑的时候，三个地方的剥离交易都有所下降。但是这些地方的剥离活动在2003年又开始上升——尤其是在欧洲，参见图10—2（a）、（b）和（c）。在2005年末，欧洲剥离交易的总价值要高于美国，而亚洲的交易总量和平均交易价值要低得多。



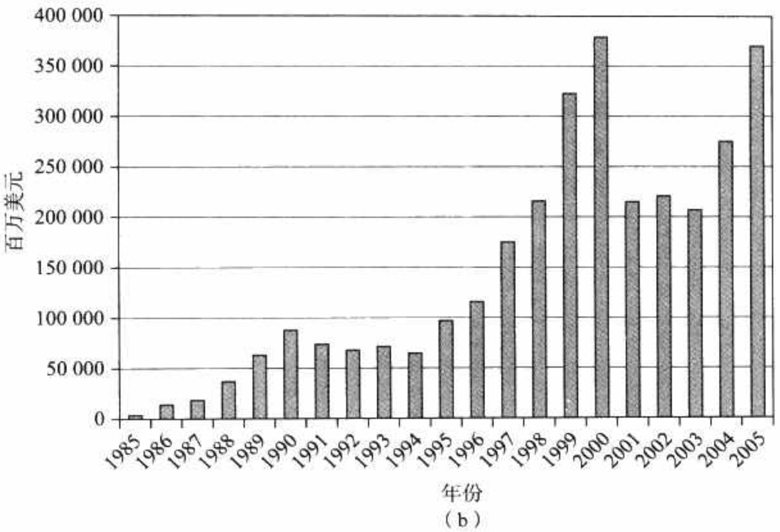
（a）

① Michael Porter, "From Competitive Advantage to Corporate Strategy," *Harvard Business Review*, May/June 1987, 43-59.

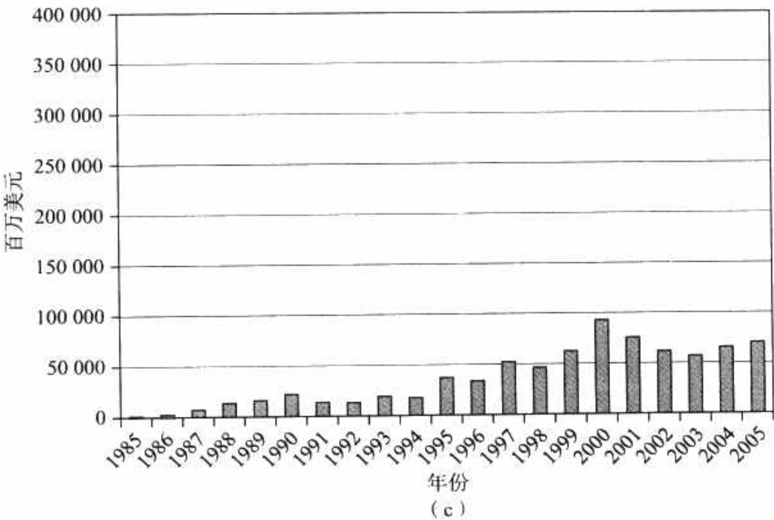
② David Ravenscraft and Frederic Scherer, *Mergers, Selloffs and Economic Efficiency* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1987).

③ See Patrick A. Gaughan, *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（b）



（c）

图 10—2 （a）美国的剥离交易，1985—2005 年；（b）欧洲的剥离交易，1985—2005 年；（c）亚洲的剥离交易，1985—2005 年

资料来源：Thomson Financial Securities Data。

剥离的可能性与之前的收购交易

卡普兰和韦斯巴赫（Kaplan and Weisbach）分析了 1971—1982 年间完成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的271起大型并购案例。[①] 截至1982年，这些收购交易中有43.9%，即119起交易进行了剥离（见表10—2）。这些被剥离的实体平均存续了7年。卡普兰和韦斯巴赫调查了剥离的类型，试图找到剥离出售的共同动机。他们发现多元化收购后的剥离可能性是非多元化收购的4倍。这个研究结果也支持其他的一些现象，我们在第4章中讨论过，那些现象对收购项目是否存在收益提出了质疑。我们在下面部分讨论剥离的动机，表10—3给出了汇总。

表10—2 **收购和剥离**

年份	收购数量	目标公司价值中值占收购公司价值的百分比	剥离数量	剥离百分比	存续年份中值
1971	8	36.0	5	62.5	15.6
1972	4	28.9	1	25.0	15.6
1973	9	22.3	7	77.8	11.6
1974	7	19.6	2	28.6	7.7
1975	7	34.1	4	57.1	11.5
1976	16	19.8	8	50.0	8.3
1977	30	26.1	12	40.0	8.8
1978	39	28.0	16	41.0	7.6
1979	45	28.1	23	51.1	6.5
1980	30	25.7	12	40.0	6.3
1981	34	28.4	17	50.0	6.5
1982	42	24.6	12	28.6	4.5
总计	272	25.6	11.9	43.9	7.0

资料来源：Steven N. Kaplan and Michael N. Weisbach, "The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures," *Journal of Finance*, 47 (1), March 1992。

表10—3 **剥离的原因**

原　因	剥离数量
公司战略重点的改变	43
业务单位无法盈利或者经营失误	22
为收购或杠杆重组融资而出售	29
反托拉斯	2
需要现金	3
收购防御	1
价格优惠	3
各种原因合计	103

资料来源：Steven N. Kaplan and Michael N. Weisbach, "The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures," *Journal of Finance*, 47 (1), March 1992。

① Steven N. Kaplan and Michael N. Weisbach, "The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures," *Journal of Finance*, 47 (1), March 1992, 107-138.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非自愿剥离与自愿剥离

一项剥离可能是自愿的也可能是非自愿的。当企业受到美国司法部（Justice Department）或者美国联邦贸易委员会的调查而且裁决结果不利时，公司就会被迫剥离某个特定部门，这时的剥离就是非自愿剥离。比如，在1987年6月，州际贸易委员会（the Interstate Commerce Commission，ICC）以4票对1票认定圣太菲铁路公司（Santa Fe）和南太平洋铁路系统（Southern Pacific）的合并会降低市场竞争。圣太菲铁路公司与南太平洋铁路公司于1983年合并，这是铁路行业有史以来规模最大的一次合并。合并后的铁路公司在联合经营的同时，也在等待着ICC的反托拉斯调查和裁决，ICC对这类合并案件拥有反托拉斯判决权。在作出裁决后，ICC要求圣太菲-南太平洋集团（Santa Fe-Southern Pacific）在90天内提交一份剥离方案。这个不利的裁决对圣太菲的股价造成了负面的影响，使公司成为亨利集团（Henley Group）的收购目标。

自愿剥离的原因

部门不合适

主动剥离要比被动剥离更加普遍，通常受到各种原因的驱动。比如母公司想要撤离某个业务领域，因为觉得这项业务不再符合自己的战略规划或者业务经营无利可图，但是其他在这一业务领域经验丰富的公司仍然可以从经营这个部门的资产中获利。有时候业务部门的出售是因为之前收购来的公司中，某些业务部门不像其他业务部门那样适合收购方公司。于是剥离就成为提高市场效率过程的一部分，可以将资产重新分配给那些能够获得更高收益的公司。

案例研究

出售先前收购的部门以使经营更加集中——泰亭哲的案例

当公司收购了一家多元化经营的目标公司后，总是会有一些业务部门更加适合公司的经营战略，而另外一些业务部门适合程度差一些。2005年，房地产公司喜达屋资本集团（Starwood Capital Group）以34.5亿美元收购泰亭哲集团（Taittinger）就是这样一种情况。泰亭哲集团是行业排名第六位的香槟酒生产厂商。喜达屋也以各种风格的酒店著称。在康科德集团（Concorde Group）的名义下，泰亭哲集团在欧洲拥有将近70家高档酒店，比如在巴黎的客丽容酒店（Hotel de Crillon）和鲁特西亚酒店（Hotel Lutetia），同时拥有欧洲大陆上第二大的经济型连锁酒店——艾薇格尔集团（Evergure Group）。这些资产是泰亭哲集团最吸引喜达屋的地方。除了香槟酒业务和酒店业务之外，泰亭哲集团还拥有著

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名的水晶品牌巴卡拉（Baccarat）。与其他许多多元化经营的欧洲公司一样，比如LVMH公司，公司各个业务部门之间的结合比较松散，这使它们很容易被分立开来。

一直以来，巴里·S·斯德林什（Barry S. Sternlicht）管理着位于格林威治的喜达屋公司，他是一位精明的房地产投资商和酒店经营者。他在1995年创建了喜达屋公司并在几年后收购了威斯汀酒店连锁集团（Westin）和ITT公司（这家公司在混合收购后就脱离了整个集团），ITT公司拥有喜来登（Sheraton）和圣瑞吉（St. Regis）连锁公司。他收购泰亭哲集团时，就明确知道自己要收购的是盈利非常可观的房地产业务，他清楚地知道自己并不想要泰亭哲集团在香槟酒行业和水晶制品行业的公司，但是他收购的这些品牌具有很高的市场价值，因为这些品牌分别在所属行业处于领导者的地位。泰亭哲集团是一家历史悠久程度位列第三的香槟酒工坊，成立于1734年，从1931年开始就在泰亭哲家族的掌管之下。这又是一个由家族掌控的大型欧洲公司的例子。

负协同效应

并购活动常见的动机之一是协同效应。如第4章中所描述的，协同效应指的是当两个公司组合在一起时，可能产生额外的收益。如果存在协同效应，合并后企业的价值就会高于各部分独立价值的总和。换句话说，“2＋2＝5”。负协同效应指的是各部分独立时的价值要比在母公司架构下的价值更高。换句话说，“4－1＝5”。在这种情况下，外部收购者可能会愿意以更高的价格购买这个业务部门，支付的价格高于该部门对于公司的价值。比如，规模庞大的母公司经营某个部门无利可图，而一家规模小一些的公司，或者这个部门自己，能够高效地经营并赚取可观的收益率。

20世纪80年代，当阿利杰斯公司（Allegis Corporation）被迫出售先前收购来的公司——赫兹汽车租赁公司（Hertz Rent A Car）和温斯顿与希尔顿国际（Weston and Hilton International）酒店连锁集团时，就是因为存在负协同效应。阿利杰斯公司支付了高额的价格收购这些公司，认为将旅游行业的公司和本公司主要资产——美国联合航空公司——组合起来能够获得协同效应，并认为协同收益大于收购价格。但是协同收益并没有实现，公司的股价下跌，引来了位于纽约的投资公司——康尼斯顿合伙有限公司（Coniston Partners）提出恶意收购。根据分析，康尼斯顿公司认为阿利杰斯公司各部门独立的价值要比整合在一起的价值更高，并据此提出了收购报价。

业绩不佳

公司有时候想把某些业务部门剥离出去的原因可能是因为这些部门的盈利能力不够强。这些部门的收益率要低于母公司的最低收益率（hurdle

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

rate）——公司用来评估项目或者评估全公司各部门业绩的最低收益下限。典型的最低收益率可以是公司的资本成本。

部门业绩不佳的原因有很多。可能是因为行业整体业绩滑坡，也可能是其他一些原因使该部门在全球市场中失去了竞争力，比如加入工会组织的员工要求更高的工资。20 世纪 80 年代斯威夫特公司（Swift and Company）出售其鲜肉部门的决策就是出于这个原因。由于工会力量比较强，要求的工资也很高，所以这个部门无法与没有工会组织的竞争者抗衡，因此斯威夫特公司决定将其出售。在 20 世纪 90 年代，通用汽车公司和福特汽车公司也曾试图把它们的汽车零部件部门——德尔福公司和伟世通公司（Visteon）剥离。但是由于全美汽车工人联合会劳动协议的约束，这些陷入困境的业务无法与母公司彻底分离。通用汽车公司和福特汽车公司必须对这些汽车零部件公司的员工负责，当 2005 年这些业务部门出现财务问题的时候，汽车制造厂不得不继续承担责任。

管理层有时候可能不愿意出售一个业绩不佳的部门，因为如果要出售的话，就等于是承认他们的管理工作做得不好，如果是收购来的部门，那么就等于承认之前的收购是错误的决策。管理层可能会在较长的时期内持有这个部门，而不是仅仅根据部门的业绩表现作出取舍。[①]

案例研究

奥驰亚公司出售其米勒酿造部门

奥驰亚（Altria）公司是菲利普莫里斯公司的前身。很多年以来公司主要在三个领域内经营：烟草、食品和啤酒（这家公司也经营一小部分金融业务）。菲利普莫里斯是在世界上排名前列的烟草公司，在美国市场上占有 50%的份额。这家公司旗下的万宝路（Marlboro）品牌在世界上享有很高的知名度。菲利普莫里斯的烟草业务又分成两个部分：菲利普莫里斯美国公司（Philip Morris USA）和菲利普莫里斯国际公司（Philip Morris International）。美国国内的业务与其国际业务有着很大的不同。首先，公司在美国的业务遭到了上千起诉讼案件；其次，美国的烟草消费多年来一直以每年 2%左右的速度下降，但是国际烟草业务的发展势头良好。

米勒公司（Miller）是美国第二大啤酒酿造商，它仅次于美国最大的啤酒生产商安海斯—布希公司旗下的品牌——百威啤酒（Budweiser）和布士啤酒（Busch）。美国的啤酒行业竞争程度非常高，公司需要花费巨额的营销费用才能创立和拉动一个品牌。在作出了最大的努力之后，米勒公司还是无法获得理想的利润以保证奥驰亚公司继续经营啤酒业务。2002 年 7 月，公司决定将米勒出售给南非啤酒公司（South African Brewers，SAB），交易中对公司的估值为 55 亿美元。

① Arnoud W. A. Boot, "Why Hang on to Losers? Divestitures and Takeovers," *Journal of Finance*, 47 (4), September 1992, 1401-1423.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SAB公司承担了米勒公司20亿美元的债务，同时向菲利普莫里斯公司发行股票，让它拥有1/3以上的SAB/米勒联合公司的股份。

SAB公司在收购米勒公司的时候，已经是世界上第四大啤酒酿造厂商。这次收购使得SAB公司在国际啤酒市场上位居第二。我们在第4章中看到过，位居第一或第二常常能够使这些公司获得其他小竞争者难以匹敌的优势。此外，SAB公司还经营比尔森（Pilsner Urquell）牌子的啤酒，这也是美国市场的主要品牌。SAB公司还计划运用它的国际影响力来促进米勒公司的啤酒品牌在美国以外的销售。这笔收购是SAB公司扩张战略的一部分，通过收购战略，这家公司进入了东欧和亚洲的市场。SAB公司还收购了意大利皮罗尼集团（Pironi Group）的一个知名国际品牌。虽然在国际品牌方面，SAB公司还缺乏实力与喜力啤酒（Heineken）和英特布鲁公司（Interbrew）的贝克（Becks）与时代（Stella Artois）啤酒相抗衡，但是，并购还是使得SAB公司在相当短的时间内成为世界最大的啤酒酿造商之一。

资本市场的因素

如果剥离后的公司或者部门更容易进入资本市场，那么公司就可能会进行剥离。组合在一起的公司结构可能令投资者感觉难以归类。某些投资者可能会想投资于钢铁公司而不想投资于制药公司。其他投资者则认为钢铁行业周期性强、成长潜力低，想投资于制药公司。这两类投资者可能都不想投资于一家钢铁与制药混合的公司，但是每类投资者都会想单独投资于独立的钢铁或者制药公司。剥离能够使这两家企业作为独立的公司而不是合并在一起进入资本市场，从而获得更多便捷。

同样，剥离也能创建一些市场上没有的、投资者愿意投资的公司。这些公司有时候被称为单纯制造商（pure plays）。不少分析师认为市场是不完善的，投资者对某些类型的公司有投资需求，但是市场上没有相应的证券可提供。出售母公司的这些专门制造部门可以使市场更加完善。

部门的分离可以促使投资者对市场作出更加明确的定位和细分。对于需要资金发展的公司部门而言，成为一个独立的公司实体能够提高吸引新投资资金的能力。如果企业是一个明确独立的单位，而不是躲藏在成长机会迥异的壳公司中的一个业务单位，就会更容易让想对公司进行投资的投资者估计未来的收益。通用汽车公司和它的融资单位GMAC就是这样一个例子。2005年和2006年，通用汽车公司面临市场状况恶化，信用评级公司将通用汽车公司的债券评级降为垃圾债券级别。由于通用汽车公司能够通过在货币市场上发行商业票据等方式获得成本较低的资金，同时以优惠的利率向产品购买者发放贷款从而促进销售，因此通用汽车公司建立了这家汽车融资公司。随着通用汽车公司信用评级的下降，GMAC的资金成本不断上升，因为这两家公司是息息相关的。2006年4月，通用汽车公司同意将GMAC公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司51%的股权出售给瑟伯罗斯资本管理公司，评估价值为140亿美元，协议到期时支付了70亿美元。这笔交易要求通用汽车公司持有200亿美元左右的汽车租赁合约。从汽车行业分离后，GMAC公司更加积极地进军非汽车业务。但是与陷入困境的汽车行业存在的密切联系使得GMAC在资本市场上处于不利的竞争地位，而其他不受通用汽车公司评级问题困扰的融资公司就没有这些劣势。

案例研究

2006年第一数据公司分立西部联盟

2006年，第一数据公司（First Data Corporation）决定分立它的西部联盟（Western Union）业务单位，而不是将这个业务单位继续保留在公司的羽翼之下。第一数据公司是一家信用卡处理公司，本身也是在1992年从美国运通公司（American Express）旗下分立出来的。这家公司对信用卡的使用进行处理和记录，并提供其他一些服务，比如向消费者发放信用卡。在2004—2005年期间，由于像全程服务体系（Total Services Systems）那样的竞争者大肆侵占其市场份额，第一数据的核心业务受到了重创。虽然公司的总体财务业绩差强人意，但是它的货币转账业务——西部联盟是一个经营亮点。

西部联盟建立于1851年，是一家高速成长的企业。它最初是一家通信公司，创建了第一条跨大西洋电报线路。同时代创建的很多公司现在都早已消失，西部联盟却总是能够适应市场的变化，繁荣发展。它现在是世界上最大的货币转账公司，年收入40亿美元。公司每年的业务量达到2.75亿笔，有27.1万个分支机构遍及亚洲、欧洲、拉丁美洲和美国。[①]它通过广泛的全球扩张战略不断成长。但是与业绩平平的信用卡处理业务混合在一起时，西部联盟巨大的成长潜力就难以被人发掘。很自然，西部联盟采用可以让第一数据公司股东免税的方式分立了出来，使股东获得西部联盟经营成功的收益。

① Eric Dash, "Western Union, Growing Faster Than Its Parent, Is to Be Spun Off," *New York Times*, January 27, 2006, C3.

现金流因素

出售带来的最直接收益是能够获得现金流入。卖方公司出售一项每期都能产生一定现金流的长期资产，可以在短期内换取一笔数额更加庞大的现金流。陷入财务困境的公司有时候不得不卖掉价值比较高的资产来补充现金流。20世纪80年代早期，由于面临破产威胁，克莱斯勒公司（Chrysler Corporation）不得不出售自己引以为豪的油罐部门，以避免破产。国际收割机公司[International Harvester，现在成为纳维斯塔公司（Navistar）]把它盈利很高的部门日光涡轮国际（Solar Turbines International Division）出售给卡特皮勒拖拉机公司（Caterpillar Tractor Company），马上就获得了5.05亿美元，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用这些资金偿还了国际收割机公司一半的短期债务。

前面提到过2005年福特公司出售赫兹公司（参见福特汽车公司出售赫兹公司的案例研究）和2006年通用汽车公司出售GMAC 51%的股份，这些出售业务也是由于现金流原因导致的。这些部门的盈利能力比较强，在市场上售价很高，可以为这两家汽车公司带来大量现金，弥补经营亏损。

案例研究

福特汽车公司出售赫兹公司

进入21世纪，福特公司和通用汽车公司不断被外国竞争者，比如丰田汽车（Toyota）和本田汽车（Honda），侵占市场份额。福特汽车公司和通用汽车公司需要处理负担很重的劳工协议，而这些竞争者不需要受此拖累。这使得丰田公司和本田公司能够在美国建立制造工厂，而需要支付的员工工资仅是这两家美国公司的一部分。此外，这两家美国的公司还面临着退休员工养老金和健康保险费用的大量“遗赠”成本。由于消费者偏好改变，先前热销的汽车，比如SUV系列，销售量不断下降，使这两家公司蒙受了巨大的亏损。

在几年前，福特汽车公司和通用汽车公司都进行过垂直整合。它们分别建立了规模庞大的供货商公司——伟世通公司和德尔福公司，这两家公司最终被分立出去。但是，对工会所负的义务迫使福特公司重新收回伟世通公司，而通用汽车公司也要继续支付德尔福公司的人工成本。随着情况的恶化，福特公司被迫出售自己前向垂直整合的业务单位——赫兹公司。赫兹公司是美国汽车租赁市场上的领导者。虽然赫兹公司是市场的领导者，但是福特公司并没有从这次出售中获得高额的利润，因为租赁公司的采购能够获得大量折扣，带给汽车制造商的利润比较低。汽车租赁公司的大规模采购虽然不能创造很高的利润，但是能够让汽车制造商保持市场份额，同时使生产车间在较大的负荷下运作。因为福特公司和通用汽车公司必须向工会组织中的工人支付薪酬，所以即使它们的生产并不需要满负荷，但维持较高的产量还是有必要的。工会对员工的薪酬承诺成为福特公司和通用汽车公司最主要的固定成本，而外国汽车制造商，比如丰田汽车和本田汽车，它们的薪酬成本是可变成本。

2005年，福特公司决定把赫兹公司出售给一组私人权益公司，包括克杜瑞公司（Clayton Dublier & Rice）、凯雷集团和美林全球私人权益公司（Merrill Lynch Global Private Equity）。据称赫兹公司出售的企业价值是150亿美元，为福特公司注入了大量的现金流。这些现金流使福特公司的财务压力得到了一定程度的缓解，同时让公司得以展开全面的业务重组以恢复盈利能力。

放弃核心业务

出售公司的核心业务是一个比较不多见的原因。1987年灰狗公司（Greyhound）出售其公共汽车业务就是这样一个案例。核心业务的出售通常是因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层希望撤离一个他们认为已经成熟并且缺乏成长机会的经营领域。通常公司已经在多元化经营下进入了其他利润更高的行业，出售核心业务能够为拓展那些生产效率更高的业务筹集资金。美国造纸公司博伊斯·凯斯凯德公司把自己的纸品生产业务出售，并通过之前收购的OfficeMax公司进军办公用品零售业。2003年作为垂直整合战略的一部分，博伊斯·凯斯凯德公司以11.5亿美元收购了OfficeMax公司，这样博伊斯·凯斯凯德公司生产的纸制品就能够通过OfficeMax这样的零售商直接销售了。但是纸品制造业务的吸引力逐渐下降了，而零售分销业务的收益很可观，因此公司把自己原先的纸品生产业务出售了。

剥离与分立的程序

每一项剥离业务都有其独特性，开展的步骤各不相同。下文简要介绍一套比较具有普遍性的程序。

步骤一。剥离或者分立的决策。母公司的管理层必须确定剥离的决策是否合适。只有在对各种可选方案进行全面的财务分析以后，才能够作出剥离与否的决策。本章后面会讨论对剥离和分立进行财务分析的方法。

步骤二。构建重组计划。必须制定重组或者改组计划，母公司和子公司之间必须达成协议。如果分立后母公司和子公司之间会继续保持联系，那么制定这项计划就非常有必要。这项计划应该包含对子公司资产和负债的详细处置方案。尤其是在子公司保留某些资产而将其他资产转移给母公司的情况下，这项计划应该对资产的处置进行详细的分类。在这项计划中也需要说明其他一些事项，比如员工的留用、缴纳养老金的资金来源，此外还可能包括公司对员工的健康保健责任等。

步骤三。重组计划需要经过股东批准。重组计划要按照什么样的程序经过股东批准取决于剥离交易的重要性和所在州的法律规定。如果分立的是母公司的一个重要部门，那么就必须获得股东的批准。在这种情况下，既可以在年度股东大会上呈报重组计划，股东大会通常都会安排这个议程，也可以召开一次特别股东大会，向股东发放需要他们批准的“代理声明”，呈报给股东的材料中还可以包括股东大会的其他问题，比如公司章程的修改。

步骤四。股份注册。如果交易需要发行股份，那么这些股份必须在美国证券交易委员会注册。作为常规注册程序的一部分，必须编制招股说明书，这是注册文件的一部分。招股说明书必须分发给所有收到分立公司股票的股东。

步骤五。交易完成。在进行了这些基本步骤后，交易就可以完成了。双方互相支付报价，该部门根据事先确定的时间表从母公司分离出去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剥离的财务评估

第 14 章中将讨论各种估值方法。这些方法也适用于部门出售的估值。对要从母公司中剥离出去的子公司进行财务评估，需要遵循一套合理的程序。一套基本的评估程序主要包括以下一些步骤。

步骤一。估计税后现金流。母公司需要估计部门的税后现金流。分析中要分别考虑子公司和母公司各自产生现金流的能力。如果子公司的经营与母公司密切相关，那么子公司的剥离会对母公司现金流产生正面或者负面的影响。因此，在评估过程刚开始的时候，就必须对这些情况进行分析。

步骤二。确定部门特有的风险调整贴现率。需要计算被剥离部门税后现金流的现值。要计算现值，就必须独立考察该部门的风险特征，获得该部门特有的贴现率。可以使用同一行业、规模相当的其他公司的资本成本作为参考贴现率。

步骤三。计算现值。使用第二步中得到的贴现率，我们可以计算每一笔预计的税后现金流的现值。将这些现金流现值加总，就可以得到该部门创造收入能力的价值。

步骤四。扣减部门负债的市场价值。程序中的第三步并没有考虑部门的负债。负债的市场价值需要从税后现金流的现值中扣减掉。由于市场在确定负债当前价值的过程中，已经进行了现值计算，所以可以直接使用负债的市场价值。这样就能得出部门扣除负债后的净值，这是该部门作为母公司一分子的价值，前提假设是母公司继续保持对子公司的所有权。

$$NOLV=\sum_{i=1}^{n}\frac{ATCF_i}{(1+k)^i}-MVL$$

其中，

$NOLV$＝税后现金流的现值扣除负债后的净值；

$ATCF_i$＝税后现金流；

k＝部门特有的贴现率；

MVL＝负债的市场价值。

使用贴现现金流（DCF）分析可以得出上面这个简单的模型。在第 14 章中，我们还将讨论其他的价值评估方法，比如使用可比乘数法。但是为了简便起见，我们在这里只讨论贴现现金流方法。

步骤五。扣除剥离所得。将母公司把部门出售后的所得与第四步中得出的部门价值相比较。如果扣除出售成本后的剥离所得（DP）大于保留该部门的价值，那么就应该把这个部门卖了。

DP＞NOLV：出售该部门。

DP＝NOLV：参考其他因素作出决策。

DP＜NOLV：保留该部门（除非其他原因支持出售）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分 立

分立是公司缩减规模的一种常用方式。

分立的发展趋势

在第五次并购浪潮中，分立普及开来。分立的发展在一定程度上是因为投资者想要实现公司股价中没有反映出来的公司内在价值。美国在 1999 年发生的分立交易突破了历史纪录，而欧洲在 2000 年分立交易的价值达到峰顶（参见表 10—4）。亚洲在 2001 年分立交易的数量达到峰顶，但是总量和平均美元价值大大低于美国和欧洲的数额。在 1999—2002 年，美国分立交易的总价值急剧下降，随后几年交易总量开始稳定增加，但是到 2005 年末，分立交易的价值只有 1999 年峰值的一部分，参见图 10—3（a）。然而，在欧洲，2003—2005 年间分立交易的总价值稳定下降，而 2005 年亚洲的分立交易的总价值显著上升，参见图 10—3（b）和图 10—3（c）。

表 10—4　　美国、欧洲和亚洲的分立交易，1985—2005 年

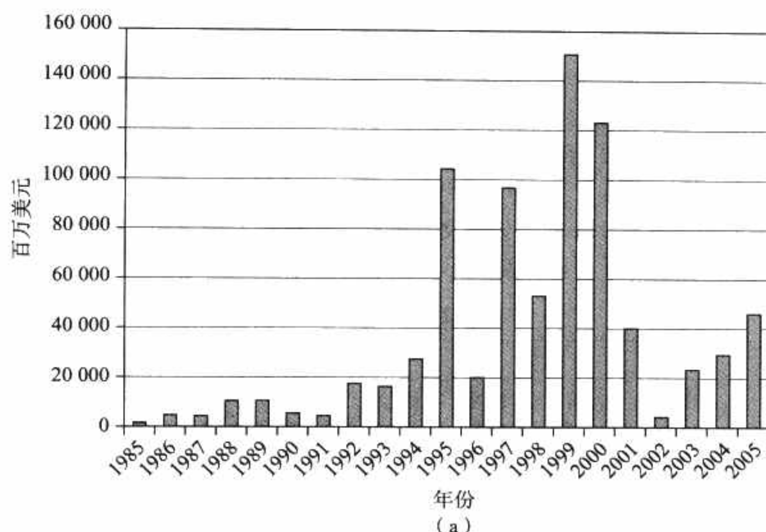
年份	美国			欧洲			亚洲		
	总价值（百万美元）	交易数量	平均价值	总价值（百万美元）	交易数量	平均价值	总价值（百万美元）	交易数量	平均价值
1985	1 861.0	27	68.93	—	—	—	—	—	—
1986	5 308.5	39	136.12	—	—	—	256.4	3	85.47
1987	4 516.1	31	145.68	0.0	2	0.00	0.0	5	0.00
1988	10 645.5	50	212.91	0.0	7	0.00	0.0	1	0.00
1989	10 881.0	46	236.54	3 905.8	9	433.98	119.9	4	29.98
1990	5 742.9	58	99.02	6 227.3	12	518.94	303.6	1	303.60
1991	4 759.9	25	190.40	1 230.8	14	87.91	818.2	5	163.64
1992	17 697.6	55	321.77	7 024.0	10	702.40	34.2	4	8.55
1993	16 584.0	52	318.92	1 726.1	10	172.61	30.3	8	3.79
1994	27 763.8	43	645.67	7.6	6	1.27	0.0	4	0.00
1995	104 292.6	71	1 468.91	5 676.7	11	516.06	0.0	6	0.00
1996	20 816.8	85	244.90	20 460.2	25	818.41	3 175.6	12	264.63
1997	96 805.8	81	1 195.13	18 524.5	19	974.97	120.6	7	17.23
1998	53 080.3	75	707.74	23 261.3	38	612.14	394.5	4	98.63
1999	150 232.0	72	2 086.56	28 271.3	36	785.31	2 173.2	6	362.20
2000	122 718.2	92	1 333.89	51 104.0	59	866.17	4 121.6	21	196.27
2001	40 429.0	40	1 010.73	15 840.8	34	465.91	15 568.3	38	409.69
2002	4 835.7	50	96.71	5 852.9	8	731.61	4 118.6	52	79.20
2003	23 894.0	53	450.83	23 003.1	32	718.85	187.4	43	4.36
2004	30 152.5	46	655.49	13 601.4	41	331.74	731.9	32	22.87
2005	46 581.9	60	776.37	5 795.8	43	134.79	3 741.2	29	129.01

资料来源：Thomson Financial Securities Data。

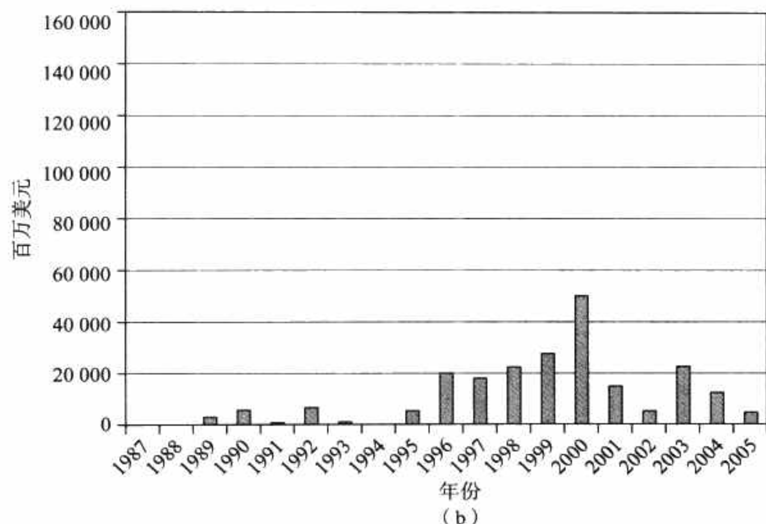
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个大规模分立的经典案例是1995年ITT公司将其124亿美元的国际联合企业分立为三个独立经营的实体。这次分立是公司数十年来收购和混合经营的顶峰，分立后公司的股价一直无法达到管理层想要的水平。

本章后面会详细讨论ITT公司的这次分立交易，参见案例研究：ITT——典型混合经营的分解。近年来，我们也看到了大量著名公司的分解案例，比如泰科公司、圣达特公司和邓白氏公司（Dun&Bradstreet）的分立交易。



（a）



（b）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

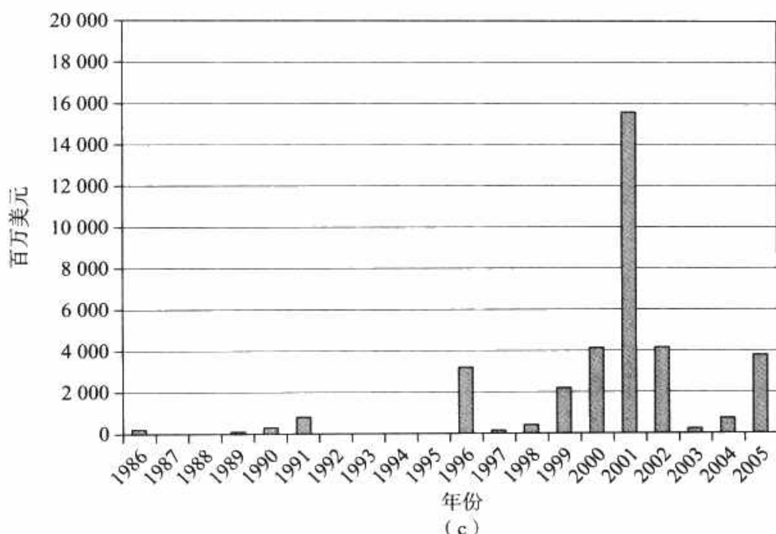


图 10—3 （a）美国的分立交易，1985—2005 年；（b）欧洲的分立交易，1987—2005 年；（c）亚洲的分立交易，1986—2005 年。

资料来源：Thomson Financial Securities Data。

案例研究

第五次并购浪潮以来欧洲的公司分立与剥离案例

在第五次并购浪潮中，欧洲市场经历了重大的转变。跨国交易变得更加普遍，监管壁垒也有所下降。公司开始自觉围绕股东利益最大化进行公司治理与公司责任建设。相应地，许多大规模的欧洲公司开始将分立和剥离视为使股东利益最大化的方式。虽然多元化经营能够在使股东财富减少的经济衰退中带来反周期的收益，但是大规模的欧洲公司不愿意再控股多元化的公司组合。公司经营集中化变得越来越重要，而不是经营多元化。朝着这个方向，戴姆勒-克莱斯勒公司（DaimlerChrysler）分立了自己在一条电话网络中 10% 的股份，而拜耳公司（Bayer）以将近 40 亿美元的价格出售了它的爱克发（Agfa）业务单位。其他大型的德国混合经营公司，比如维巴公司（Veba），也让它的部门斯廷思（Stinnes）转变为独立经营的实体，在法兰克福证券交易所上市。西门子公司（Siemens）则将它的业务单位英飞凌（Infineon）以 50 多亿美元的价格分立出去。虽然多元化经营会让股东承担更多的机会成本，但是欧洲传统的经营理念是把多元化的公司组合在一起，这些公司重组活动改变了欧洲传统的经营思想。20 世纪 90 年代，欧洲的公司开始更加审慎地考虑股东的利益，与此同时，它们也重新思考了传统的经营理念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非自愿分立

当面对不利的监管规则时，公司可能会把分立看做是唯一可行的变通方法。这种非自愿分立有一个经典的案例，那就是 1984 年 AT&T 公司的大规模分立。由于 1974 年美国司法部对 AT&T 公司提出反托拉斯诉讼，政府和 AT&T 公司达成协议，这家大型电信公司需要进行分拆。在这项协议于 1984 年 1 月 1 日生效后，AT&T 公司将内部 22 家运营公司重组成 7 家地区性的控股公司。这些控股公司负责当地的电信服务，重组后的新 AT&T 公司负责长途电信服务业务。

22 家运营公司被分立出去后，AT&T 公司的股东在分立后的公司中继续持有相同数量的股份。持有的股份代表了在这些规模小得多的电信公司中的所有权。股东在原 AT&T 公司中每持有 10 股，就能收到 7 家地区性控股公司中的每家 1 股股份。如果股东持股数量少于 10 股，就会收到股份的现金价值，而不是地区性控股公司的股份。[①] 原来公司的股东仍然是分立后 AT&T 公司的股东。但是分立也带来了一个重大的管理问题，公司需要聘请数千名员工处理股份转移和簿记工作。公司在佛罗里达州的杰克逊维尔（Jacksonville）成立了一家特别管理中心，来协调书面工作和股份分配工作。[②]

1984 年 AT&T 公司的非自愿分立是一种比较极端的方式，尤其是交易的规模如此巨大。这次分立使美国电信行业发生了重大的转变。但是大多数分立的规模并没有这么庞大，也不是在监管的强制要求下进行的。AT&T 在 1995 年又一次将历史重演，这次公司被一分为三，成立了三家独立的公司。AT&T 这家公司有着很复杂的并购历史。收购电缆公司 TCI 和第一媒体公司（Media One）的失败使公司的并购失误达到顶峰，AT&T 公司又经历了一次分拆。很明显，AT&T 公司在并购活动上犯了很多错误。本章后面有一个案例研究会简要讨论 AT&T 公司出现的各种收购问题。

防御性分立

第 5 章中讨论过公司可以运用重组来对恶意收购进行防御。同样公司可以选择把有关部门分立出去，从而降低自己对收购者的吸引力。比如 1987 年，钻石三叶草公司（Diamond Shamrock）的董事会通过了一项重组计划，将公司的两项核心业务分立出去成立一家新公司，称作钻石三叶草 R&M 公司，并将钻石三叶草公司的股票分配给原来的股东。[③]

防御性分立或者其他类型的出售交易是一种强硬的收购防御战略。这种

---

① *AT&T Shareholders Newsletter* (Fourth Quarter, 1982).

② Ronald J. Kudla and Thomas H. McInish, *Corporate Spin-Offs: Strategy for the 1980s* (Westport, CT: Quorum, 1984), p. 8.

③ James L. Bicksler and Andrew H. Chen, "The Economics of Corporate Restructuring: An Overview," in *The Battle for Corporate Control* (Homewood, IL: Business One Irwin, 1991), pp. 386 - 387.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式可能会在法庭上受到收购者或者股东的质疑。如果这些交易是为了限制拍卖过程或者会降低股东价值，那么它们会被否决掉。本章后面会讨论这些防御性出售的财富效应。

公司分立的税收效果

与其他形式的出售交易相比，分立具有一项很大的优势，那就是可以通过对交易进行设计获得税收减免，在 AT&T 分立案中，股东就不需要为获得的地区性公司——贝尔斯公司（Bells）的股份而缴纳额外的税收。美国国家税务局认为 AT&T 分立事件中的股票分配没有盈亏。自愿分立的交易通常都被作为免税交易。税法第 355 条规定，如果分立交易的发生是因为经营方面的原因而不是为了避税，那么该交易可以免税。税法中对分立交易可享受免税待遇的要求包括：

- 重组之前，母公司和被分立部门的经营时间至少在 5 年以上。
- 母公司必须拥有子公司 80%以上的股权。

在综合效用原则（general utilities doctrine）还有效的时候，公司出售资产可以不用缴纳资本利得税。20 世纪 80 年代中期这一判例规则被撤销后，分立开始流行起来，因为分立这一方式可以在剥离资产的同时，获得税收免除的优惠。

认股权证和可转换证券的处理

如果母公司发行了认股权证或者可转换证券，比如可转换债券，那么在分立过程中发行股票的时候，必须调整转换比率。分立可能会使母公司的普通股票价值降低。如果在设计好的交易中，普通股股东可以通过特别股利的方式获得收益，而认股权证持有者和可转换证券持有者无法分享这一收益，那么分配完后，母公司的股价会下跌，这会使预期的转换变得更加困难，因为股价回升到可转换水平的可能性比较小。在这样的情况下，转换价格就必须作为交易条款的一部分进行调整。

出售者的融资支持

有时候公司需要撤销一个业绩不佳的部门，为了让这个部门更容易分离出去，就要想办法吸引投资者。2002 年就有这样的一个案例，当时迪高公司（Diegao）同意担保一笔收购汉堡王的贷款，这笔贷款由私人权益公司——贝恩资本、得克萨斯太平洋集团和高盛合伙有限公司发起。当时快餐行业的销售面临着激烈的竞争，收购者担忧竞争压力会降低汉堡王的边际利润和影响汉堡王偿还收购贷款的能力。交易最终以 15 亿美元的价格成交，比收购者初始协商的价格低了 7.5 亿美元。收购完成后，收购者很快就从汉堡王的经营中获得了收益，随后不久，通过反向杠杆收购，汉堡王成功上市了。精明的私

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人权益收购者经常进行这样的交易。

负债义务和债券责任的分配

当公司决定进行分立时，比如2005年泰科集团决定把自己分拆为四个独立经营的实体，公司必须确定各部分债务由哪一块被分离出来的业务承担。有时候答案很明确，可能债务本来就属于这个业务单位。在这样的情况下，该业务单位被分离后，应该继续承担原有债务。但是对于泰科集团来说，事情没有这么简单，因为公司的债务太多了，难以区分到某个业务单位头上。在这样的情况下，就需要作出决策，进行公平的分配。

员工持股计划

如果公司实施员工持股计划，分立交易完成后应该对员工可认购股份的数量进行调整，以保证员工获得的股份价值在交易前后保持不变。常见的做法是增加每份期权中可转换股票的数量。在母公司中持有股票期权的员工被划归到分立后的新公司以后，持有的股票期权需要转换成新公司的期权。这里再次强调，调整的目标是通过转换员工持股计划以确保股票的市场价值保持不变。

案例研究

TelMex公司分立手机业务和国际业务

2001年2月，墨西哥最大的电话公司——墨西哥电信公司（Telefonos de Mexico，TelMex）宣布将手机业务和国际业务分立出来。这些业务被转移到一家新成立的公司，称作美洲移动公司（America Movil）。新公司的股票开始在墨西哥城和马德里交易，而公司的美国存托凭证（ADR）开始在纽约证券交易所和纳斯达克交易所上市交易。新公司很快成为拉丁美洲最大的移动电话供应商，用户达到1 200万人，其中有900万墨西哥人。TelMex公司的股东可以就所持有的每一股TelMex股票获得一股美洲移动的股票。来自墨西哥和美国的国际监管压力导致了这次分立，美国向世界贸易组织投诉TelMex垄断了墨西哥的通信市场。但是新公司仍然与以前的母公司保持着密切的联系。卡洛斯·斯利姆·西路（Carlos Slim Helu）是这两家公司的控股股东。

美洲移动公司从TelMex公司分离出来后，不断扩大自己的经营领域。新公司通过一系列的收购活动将经营扩张至南美洲。2005年夏天该公司收购了位于秘鲁的意大利移动电信（秘鲁）公司（TIM Peru S. A. C.）、巴拉圭的巴拉圭何记电讯公司（Hutchison Telecommunications Paraguay S. A.）和智利的Smartcom公司（Smartcom S. A.）等三家无线电公司。该公司将业务扩张到了中南美洲，虽然已经不属于母公司的一部分，但是新公司并没有受到妨碍，在中部美洲的通信市场上牢牢占据了主导地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出售交易的财富效应

剥离和分立的主要动因是许多人认为存在负协同效应。剥离、分立和资产分拆基本上都是在缩减母公司的规模。与作为母公司的一分子相比，规模缩小后的公司更经济、更灵活。一些研究检验了母公司和被分立公司的股价效应，来分析分立产生的影响。将股价变动与市场指数相比较，可以看到股价的走势是否有正常的市场波动所不能解释的超常变化。只有分立交易能够用来分析公司分拆的效应，因为在分立交易下，母公司和新分立公司的股票都可以公开交易。

对出售领域——无论是分立还是其他形式的资产出售，比如资产分拆——的研究表明，股东能够获得明显的收益。早期的研究得出了这个结论，比如奥本海默（Oppenheimer，1981）、库德拉和麦克艾内希（Kudla and McInish，1983）以及迈尔斯和罗森菲尔德（Miles and Rosenfeld，1984）的研究，后来的研究也得出了同样的结论，比如雪珀和史密斯（Schipper and Smith，1986），卡萨提斯、迈尔斯和伍里奇（Cusatis，Miles and Woolridge，1993）以及 J. P. 摩根（1995，1997，2002）的研究。从 20 世纪 70 年代到 90 年代早期的研究表明，公司出售带给股东的财富效应为正。这些结论普遍适用，不依赖任何一个时间段（比如 10 年）的盛行趋势。但是近年来有些证据表明市场不再像以前那样对大规模的分拆公告作出积极的回应了。J. P. 摩根的研究也支持了这个观点，他们的研究表明，后期获得的收益要低于早期研究中的收益。

早期研究

奥本海默（1981）

1981 年，奥本海默和他的公司对 20 世纪 70 年代 19 起重大的分立案件进行了研究。[①] 他们的研究报告，在大部分案例中，母公司和分立后公司的联合价值要大于分立前母公司的市场价值。在这 19 家分立的公司中，有 14 家公司在分立后 6 个月内股票的表现超过标准普尔 400 指数。此外这些新分立公司的股票组合在 70 年代产生的收益率达到 440%。这个业绩超过了同时代小公司股票 364%的收益率。[②]

① "The Sum of the Parts"（New York：Oppenheimer and Co.，January 14，1981）.

② *Stocks，Bills，Bonds and Inflation*：2005（Chicago：Ibbotson Associates）.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

库德拉和麦克艾内希（1983）

库德拉和麦克艾内希在一项对20世纪70年代6起重大分立案件的研究中，使用了残差（residuals）作为衡量风险调整收益的指标。[①] 他们的研究结果表明市场会对分立事件作出积极的反应。有意思的是，库德拉和麦克艾内希的研究显示市场显著的积极反应发生在分立前的15～40周之间。这说明市场能够早在分立实际发生前就作出正确的预期。因为在母公司作出分立决策之前，媒体就会广泛地讨论可能被分立部门的业绩表现，市场早已做好了准备，所以毫不奇怪，市场能够预期母公司的反应。

迈尔斯和罗森菲尔德（1983）

迈尔斯和罗森菲尔德对1963—1980年间的59起分立案例进行了研究，他们主要关注分立事件对于预期收益和实际收益之间差异的影响。[②] 运用这一方法他们过滤出分立事件对市场的影响。与库德拉和麦克艾内希的研究结论一样，迈尔斯和罗森菲尔德发现分立事件的影响是正面的，并且在实际分立的日期前已经体现在股票价格中。

迈尔斯和罗森菲尔德的研究还披露在母公司股票价格正向变动的同时，会伴随着公司债券价格的负向变动。实际上，股东财富的增加来自债权人财富的损失。一些分析师对这个现象的解释是，分立后公司的现金流有可能无法满足债务的支付要求。另外的解释是，所有其他因素保持不变，规模越大的公司，债券评级越高。

自愿出售的价格效应：后期研究的总结

库德拉和麦克艾内希与迈尔斯和罗森菲尔德在80年代早期的研究论证了公司出售对股价有正面的影响。后期的研究也支持这种影响的存在。这些研究发现在一张扩充版本的表格中进行了汇总，这张表格最初由林和罗兹夫编制，但是现在增加了一些最近的研究发现（表10—5）。这张表格表明公司分立会使股东财富增加，分立事件对股权价值的影响范围为0.17%～2.33%。股市表现清楚地说明，自愿出售一个部门是一项积极的举措，会增加公司股票的价值。

① Ronald Kudla and Thomas McInish, "Valuation Consequences of Corporate Spin-Offs," *Review of Economics and Business Research*, March 1983, 71-77.

② James Miles and James Rosenfeld, "An Empirical Analysis of the Effects of Spin-Off Announcements on Shareholder Wealth," *Journal of Finance*, 38 (5), December 1983, 1597-1606.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10—5　　自愿出售的平均股票价格效应

研　究	日　期	平均超常收益（%）	样本期间	样本规模
亚历山大、本森和卡姆梅奥（Alexander，Benson and Kampmeyer，1984）	−1 天到 0 天	0.17	1964—1973 年	53
海特和欧文斯（Hite and Owens，1984）	−1 天到 0 天	1.50	1963—1979 年	56
海特、欧文斯和罗杰斯（Hite，Owens and Rogers，1987）	−50 天到−5 天	0.69	1963—1981 年	55
贾因（Jain，1985）	−5 天到−1 天	0.70	1976—1978 年	1 107
克莱因（Klein，1983）	−2 天到 0 天	1.12	1970—1979 年	202
林和罗兹夫（1984）	−1 天到 0 天	1.45	1977—1982 年	77
洛、贝兹杰克和汤姆斯（Loh，Bezjak and Toms，1995）	−1 天到 0 天	1.50	1982—1987 年	59
罗森菲尔德（1984）	−1 天到 0 天	2.33	1963—1981 年	62

分立交易的股东财富效应：母公司和子公司的证据

库萨提斯、迈尔斯和伍里奇考察了被分立公司和分立前母公司普通股票的收益率。他们的研究与以前的研究有所不同，以前的研究主要考察分立决议宣布前和宣布时的股东收益情况，库萨提斯与他的同伴们跟踪研究了分立后的公司，以确定更长时期的财富效应如何变化。这些研究者们考察了1965—1988 年 815 起分立公司的股票收益率分布。

库萨提斯、迈尔斯和伍里奇的研究表明，分立事件发生之后的股票表现非常喜人。在股票分配前 6 个月和股票分配后 36 个月的这段时期内，分立公司和母公司的股票都有正的超常收益。[①] 库萨提斯和同事们发现了另外一个有意思的问题，与对照组相比，分立公司和母公司都会更加积极地参与收购活动。这些收购活动有助于解释一部分正的股东财富效应。当从研究样本中剔除进行收购的公司后，超常收益仍然是正的，但非常接近于 0。研究表明分立公司和母公司更可能进行收购，在进行收购的时候，股东会获得收购溢价。

案例研究

AT&T 公司的分解—— 一起著名的分立案件

AT&T 公司在历史上进行了多次重组。在 1984 年的分解之前，AT&T 公司在美国的地方通信和长途通信业务上占据主导地位。由于看上了一些更加振奋人

---

① Patrick J. Cusatis, James A. Miles, and J. Randall Woolridge, "Restructuring through Spinoffs——the Stock Market Evidence," *Journal of Financial Economics*, 33 (3), June 1993, 293-311.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心的行业，比如电脑行业，AT&T公司把一些“沉闷”的地方运营公司分离了出去。这些业务被分立成7家地区性运营公司：亚美达科（Ameritech），大西洋贝尔（Bell Atlantic），南方贝尔（BellSouth），纽新（Nynex），太平洋电信（Pacific Telesis），西南贝尔（Southwest Bell）和美国西部（U. S. West）。这些“小贝尔”公司中，有几家后来合并了，比如纽新和大西洋贝尔，它们合并在一起成立了Verizon公司，这家公司后来也发展成为美国最大的通信公司之一。AT&T公司的股东每持有10股AT&T的股票，就可以换取这些地区性公司每家1股的股票。股东还能同时拥有新AT&T公司的10股股票，新AT&T这家公司进行了若干次失败的并购，在并购历史上值得一提。实际上，存续的AT&T公司最后被它分立出去的公司——西南贝尔公司收购了。

分立后形成的AT&T公司经历了几次历史上最糟糕的合并活动。AT&T这家公司没有从错误中吸取教训，反而继续进行错误更加严重的合并活动。由于反垄断法令规定AT&T公司不得运用来自通信业务的收益为进入其他行业筹集资金，因此AT&T公司只有在分立了运营公司后，才能进入电脑行业。当AT&T公司进军电脑行业的举措没有获得成功时，它恶意收购了NCR公司，并且在目标公司的抵制下支付了高额的价格。两家公司的企业文化不同，产生了很多问题，AT&T公司最终分裂成三部分。

随着第四次并购浪潮中遗留下的创伤逐渐愈合，新的管理团队决定要在合并的失败经历上胜过前辈。AT&T公司的管理层嫉妒被分立出去的公司如Verizon公司等的成长和盈利能力。它也想提供地方电话服务。但不幸的是，虽然AT&T以前从事过这方面的业务，但是在第四次并购浪潮中，为了进入电脑行业，它彻底退出了地方电话服务业务，而进入电脑行业最终失败了。在第五次并购浪潮中，AT&T想要进入地方电话市场，并认为借助两家有线电视公司——第一媒体和TCI能够帮助它实现这个目标。AT&T公司还想成为一家一站式服务的商店，为客户提供长途、移动以及当地通信和电报服务。读者们知道当管理层想要为客户提供一站式服务的时候要格外谨慎一些。AT&T公司宣布以将近1 000亿美元收购这两家电报公司。在收购了这两家公司以后（AT&T公司没有亲自进行应有的尽职调查，就仓促进行了交易），才发现收购来的电报公司无法提供通信服务，除非注入大量的资金。AT&T公司又一次在并购领域犯下重大错误——而且一次比一次更加严重。交易完成后不久，AT&T公司宣布再次将自己分解。具有讽刺意味的是，在这次并购失败和公司分解后不久，AT&T公司就在2005年11月被自己以前分立出来的SBC公司收购了。SBC继续沿用了AT&T的名称。

J. P. 摩根对公司分立的研究

J. P. 摩根对公司分立进行了一系列的研究。他们发现市场对进行分立的公司会给予一定的回报。图10—4显示了母公司股票价格的上升，当宣布分立某个部门时，股价会迅速升高。图10—5显示，近年来（1998—2001年）的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价上涨比早些年（1985—1997 年）更加显著。图 10—6 显示，分立的规模越大，股价效应越显著。J. P. 摩根的研究还表明并非只有母公司获得收益（参见图 10—6）。图 10—7 显示被分立的子公司在分立后 18 个月的研究期间收益也有显著增加。被分立的公司规模越小，获得的收益越大。图 10—8 显示股价效应在 1998—2001 年间比在 1985—1997 年间更加显著。

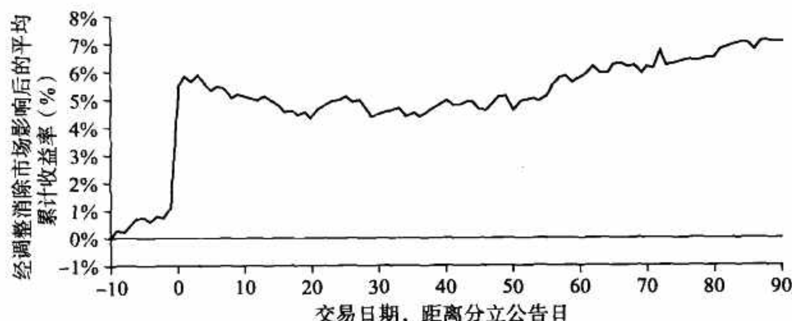


图 10—4 分立交易对母公司股价的影响（123 家公司）

资料来源：*J. P. Morgan Spinoffs Study*, February 2002。

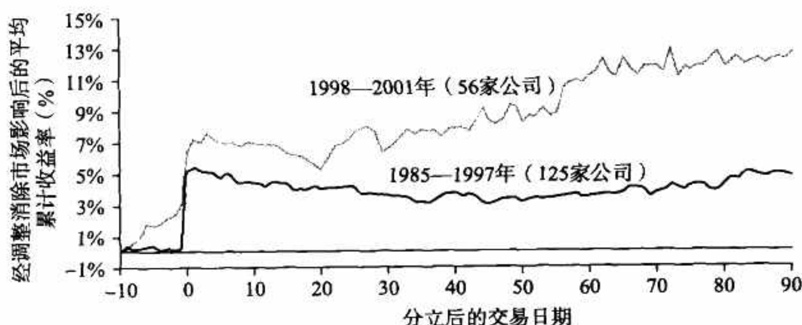


图 10—5 分立公告对母公司的影响：1985—1997 年对比 1998—2001 年

资料来源：*J. P. Morgan Spinoffs Study*, February 2002。

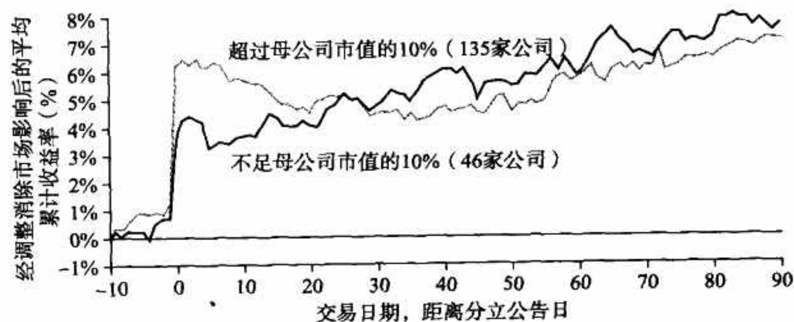


图 10—6 分立交易对母公司股价的影响，参考交易规模

资料来源：*J. P. Morgan Spinoffs Study*, February 2002。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

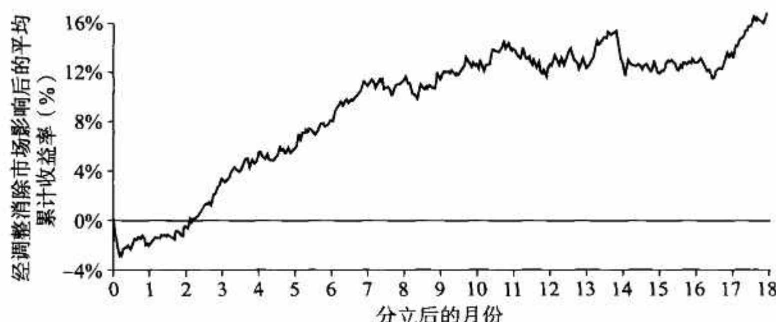


图 10—7　分立交易对新公司股价的影响（交易结束后 18 个月内被分立新公司的股价表现；样本容量：190 家公司）

资料来源：*J. P. Morgan Spinoffs Study*，February 2002。

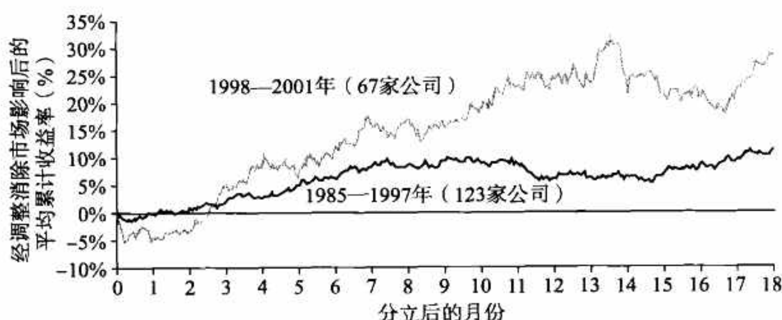


图 10—8　被分立子公司的股票表现：1985—1997 年对比 1998—2001 年

资料来源：*J. P. Morgan Spinoffs Study*，February 2002。

股价对出售交易作出正向反应的理论解释

当公司决定出售某个业绩不佳的部门时，这部分资产就会被另一家公司获得，买方愿意支付比较高的价格，因为它可以比出售者更有效率地经营这些资产。卖方出售资产后获得现金（有时候采用其他的支付形式）。如果市场对这个资产再分配的过程作出积极的反应，表明市场相信卖方运用现金的效率会比运用被出售资产的效率更高。被出售的资产可能会获得一笔高于市场价格的溢价，这也会引起市场的正面反应。

卖方公司可以采用若干种方式处理这些新获得的现金。公司可以把现金通过股利发放给股东，或者溢价回购自己的股份。这是卖方公司把现金立即支付给股东的两种方式。卖方公司也可以把现金留存在公司内部，用于内部投资或者进行收购，来扩大当前的经营规模。但是收购另一家公司的选择可能会带给股东疑问。一些金融研究证明了收购对股票价格存在负面影响的事实（参见第 4 章）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外一个支持分立具有增值效应的解释是市场难以对高度多元化的公司进行估值。但是对这个解释的合理性存在大量的争议，因为这个解释意味着市场在某种程度上是没有效率的。如果市场对这类公司估值的效率不高，那么出售一个或者多个部门有助于母公司进行明确的定位。如果公司在定位和估值方面变得更加明确，那么就会吸引那些有意向的投资者。

防御性自愿出售的财富效应

我们在前面讨论了自愿出售的正财富效应。一些证据表明当这些自愿出售被用作反收购防御策略时，正的财富效应就不存在了。洛、贝兹杰克和汤姆斯发现了自愿出售的正面财富效应，这与我们讨论过的其他一些研究结论一致。[①] 但是他们发现当公司把出售用作反收购防御时，这一正向的价格反应就不存在了。

在对 1980—1987 年间 59 家公司的抽样研究中，有 13 家公司面临被收购的可能。洛、贝兹杰克和汤姆斯发现，在出售日前一天，累计平均超常收益是 1.5%。但是当他们把样本分成两类子样本时，一类面临收购威胁，另一类没有面临收购威胁，13 家面临收购威胁的目标公司在股东财富方面没有任何显著的变化。这些结论表明当公司通过出售来防止自己被收购时，市场会对这种交易区别对待，股价不会上升。

非自愿出售的财富效应

许多研究考察了出售交易如何影响股东的财富，得出的结论是出售交易能够增加母公司股东的财富，市场对出售事件的预期具有一定的效率。因此股价会在实际出售日之前就作出反应。但是母公司出售一家不需要的或者经营不佳的子公司所带来的财富效应与母公司被迫出售一家盈利部门是不一样的。圣太菲—南太平洋公司受到监管层的不利管制，被迫剥离南太平洋铁路公司，就是这样一个例子。前面提到过由于公司股价大幅度下跌，圣太菲公司成为别人收购的目标。

1981 年，库德拉和麦克艾内希对母公司乔治亚太平洋公司（Georgia-Pacific）被迫分立路易斯安那太平洋公司（Louisiana-Pacific Corporation）的案例进行了研究。[②] 这次分立是在美国联邦贸易委员会的要求下进行的，美国联邦贸易委员会认为乔治亚太平洋公司收购了美国南部 16 家公司，松树储备量达到 673 000 英亩，在胶合板行业中形成了不利于竞争的垄断优势。运用累计

---

① Charmen Loh, Jennifer Russell Bezjak, and Harrison Toms, "Voluntary Corporate Divestitures as Antitakeover Mechanisms," *The Financial Review*, 30 (1), February 1995, 41-60.

② Ronald Kudla and Thomas McInish, "The Microeconomic Consequences of an Involuntary Corporate Spin-Off," *Sloan Management Review*, 22 (4), 1981, 41-46.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

残差对市场效应进行调整后，库德拉和麦克艾内希的研究显示，乔治亚太平洋公司的股票价格在美国联邦贸易委员会正式申诉备案前就下跌了。1972 年路易斯安那太平洋公司被分立出来。股票价格的下降趋势随着分立的完成而结束，随后股价就反弹了。尽管股价的反弹非常显著，但是累计残差直到 1974 年 3 月都没有恢复到 1971 年初的水平。

迈尔斯和罗森菲尔德的研究表明，尽管股东财富是增加的，但是债权人的财富在公司分立后减少了。这是因为分立后公司的现金流减少了，增加了债权人所面临的风险。库德拉和麦克艾内希试图通过考察乔治亚太平洋公司分立前后的贝塔值，来衡量其非自愿分立路易斯安那太平洋公司的风险效应。贝塔值可以反映乔治亚太平洋公司股票的系统风险或者说不可分散风险的变化。库德拉和麦克艾内希发现分立后，乔治亚太平洋公司的贝塔值有大规模的且统计上显著的增加。他们认为贝塔值增加的原因是，市场认为分立后乔治亚太平洋公司的垄断力量下降了，公司的风险增加了。

金融研究界似乎达成了共识，与公司的自愿出售相反，政府强制进行的剥离对公司的股票价格会有负面的影响。埃勒特（Ellert）对反托拉斯合并诉讼案中 205 家被告公司进行了调查，发现这些公司在申诉备案的当月股票价值有 21.86%的下降。[①] 库德拉和麦克艾内希的研究还提到了这一影响的发生时间和股价出现反弹的可能性。

如果反托拉斯判决能够有效地降低出售方公司的垄断力量，那么公司竞争者的股票价格应该表现出上涨的迹象。但是反托拉斯当局找不到剥离公司竞争者股票价格的变动证据来支持他们的行动。[②] 公司竞争者的股票价格对强制出售并没有作出积极的反应。

出售交易带给购买方的财富效应

前面主要集中讨论公司出售对股东和债权人的影响。贾因分析了出售交易对买方公司产生的股东财富效应。[③] 他进行了一项包括 304 家买方公司和 1 062家卖方公司（并不知道所有的买方公司）在内的大型调查，发现购买者能够获得统计上显著的 0.34%的正超常收益。

贾因的研究结论表明，出售交易对于买卖双方都是好消息，虽然卖方公司的收益要比买方公司的多一些。但有趣的是出售交易大多不是通过积极的

---

① James C. Ellert, "Mergers, Antitrust Law Enforcement and the Behavior of Stock Prices," *Journal of Finance*, 31 (1976), pp. 715 - 732.

② Robert Stillman, "Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers," *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, 225 - 240; and Bjorn E. Eckbo, "Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, 241 - 274.

③ Prem C. Jain, "Sell-Off Announcements and Shareholder Wealth," *Journal of Finance*, 40 (1), March 1985, 209 - 224.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现场拍卖程序进行的。在大多数情况下，贾因发现对出售企业感兴趣的投标者只有一个。这又提出了一个新的问题，如果业务单位在一个更像公开拍卖的环境中被出售，股东的财富效应会是怎样的呢？

案例研究

圣达特——一家混合经营企业的分解

2005 年 10 月，圣达特公司董事会宣布批准一项公司股本分散的提案，圣达特集团是一家多年来通过一系列收购活动创建起来的价值 180 亿美元的混合经营公司。2005 年的圣达特集团包括 21 世纪不动产（Century 21）和科威国际不动产（Coldwell Banker）这两家房地产公司；安飞士（Avis）和巴吉特（Budget）这两家汽车租赁公司，安飞士公司是美国第二大的汽车租赁公司；戴斯（Days Inn）、华美达（Ramada）和速 8（Super 8）等连锁酒店；沃彼兹（Orbitz）、廉价票网（Cheaptickets. com）和伽利略国际（Galileo International，旅行代理商的国际网络）等连锁酒店和旅行公司。圣达特集团在 1997 年与 CUC 国际公司（CUC International）进行了合并，由于 CUC 公司的财务造假问题，这笔交易非常失败。CUC 公司的财务造假是有史以来最大的财务丑闻之一。尽管当时股价在短期内由于这个问题遭受重创，但是由于圣达特集团的高管层，包括首席执行官亨利·西尔弗曼没有参与这起财务舞弊，并且努力纠正财务问题，股价又反弹回来。然而，2003—2005 年虽然股市在稳定增长，但是圣达特集团的股价表现一直很疲软，甚至有所下降（参见图 A）。最后管理层得出结论，市场看不懂也不喜欢集团内部复杂的公司构成。

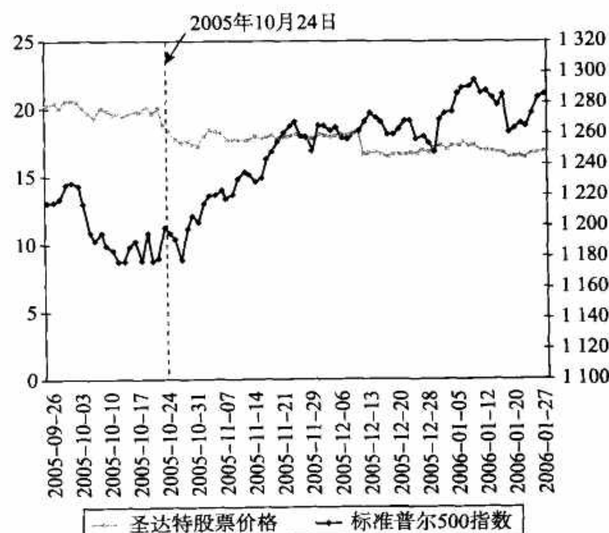


图 A 圣达特股票价格与标准普尔 500 指数对比

资料来源：Yahoo! Finance。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2004年，圣达特集团认识到自己的混合经营结构存在问题。它试图采取一些措施来加以纠正，但是还没有真正认识到整个复杂的结构才是问题的症结所在。为了解决问题，圣达特集团依次分离了负责抵押贷款业务的PHH公司、杰克逊-休伊特税收服务（Jackson Hewitt Tax Services）业务和一家车队管理公司——赖特速递公司（Wright Express）。圣达特集团同时进行了杰克逊-休伊特公司的股权出售和PHH公司的分立。杰克逊-休伊特公司是一家税收服务公司，与圣达特集团内其他旅行相关的业务相去甚远。它与圣达特集团其他业务组合起来并没有多少意义。市场对这些交易作出了积极回应，被出售的公司股价超过圣达特集团的股价。

在批准分离提案之前，圣达特集团的董事会也考虑了其他一些选择，比如杠杆化重组和出售其他业务单位。[①]但是董事会最终认识到只有彻底的措施才能解决问题，市场需要更加集中化的经营，而不是由首席执行官西尔弗曼缔造的联合经营模式。联合经营可以为西尔弗曼和他的个人目标服务，但是并不受投资者的欢迎。

股本分散中形成的四项新业务是：

1. 旅行；
2. 汽车租赁；
3. 招待所/酒店；
4. 房地产。

当我们回顾以前的联合经营时，可以看到前三项业务在旅行服务上有共同联系，有人会教条式地认为或许存在协同收益。但是我们事后去看其他一些也想合并旅行业务的案例，比如美国联合航空公司，我们可以发现从合并中获得协同效应非常困难。在并购活动中我们要时刻谨记的一个教训是管理层和投资者的记忆很短暂，经常会重复以前犯过的错误。

① Ryan Chittum, "Cendant to Split into Four Firms," *Wall Street Journal*, October 24, 2005, A3.

公司的集中经营和分立

戴利、梅罗特拉和西瓦克马尔（Daley，Mehrotra and Sivakumar）对1975—1991年间的85起分立交易进行了研究，通过比较两类分立公司的经营业绩考察了公司分立和公司集中经营之间的关系，一类是分立后的公司与母公司按照“标准行业分类”（Standard Industrial Classification，SIC）编码分别属于两个不同的行业（跨行业分立），另一类是分立后的公司与母公司属于同一个行业（同行业分立）。[①] 他们发现在跨行业分立中，各项经营指标比如

① Lane Daley, Vikas Mehrotra, and Ranjini Sivakumar, "Corporate Focus and Value Creation: Evidence from Spinoffs," *Journal of Financial Economics*, 45 (2), August 1997, 257-281.

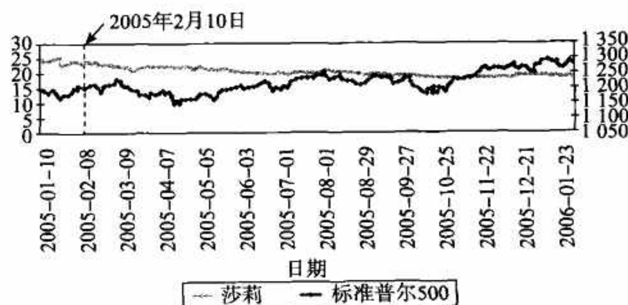
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产回报率等都有所改善，但是同行业分立中就没有这样的情况。他们得出的结论是，跨行业分立只有在增强公司经营的集中程度时，才能创造价值。他们认为公司业绩的改善是因为剥离了不相关的业务，从而使管理层能够更加集中于经营核心业务，排除非核心业务的干扰。

案例研究

进入21世纪大型公司的分解

近年来，许多大型多元化经营的公司宣布了将自身分解成几个独立部门的计划。其中一家公司就是圣达特（参见案例研究：圣达特——一家混合经营公司的分解）。其他公司还包括邓白氏公司、莎莉（Sara Lee）、泰科和维亚康姆（Viacom）。莎莉公司并没有从整体上进行分解，而是出售了大量的资产，这些资产的初始估值接近82亿美元。资产出售为莎莉创造了将近一半的收入额。在人们的印象中，莎莉是一家经营蛋糕业务的企业，在分解过程中，莎莉计划把咖啡、制衣、肉类食品和零售等业务出售，集中经营视频、饮料和家居用品等业务。这对莎莉公司来说是一次重大的经营转变，因为其T恤和内衣产品的牌子——恒适（Hanes）是公司经营的最大品牌。莎莉在1985年收购了奢侈品制造商寇兹（Coach）公司，但是四年前又把它卖掉了。莎莉公司的服装品牌还包括冠军（Champion）和神奇（Wonder-bra）。但是2005年初这项能够使莎莉公司经营更加集中的出售活动宣布后，公司股价不断下降，而这一年的市场表现是在提高的（参见图A）。



图A 与市场相比，莎莉公司的股票价格，2005年1月—2006年2月

资料来源：Yahoo! Finance。

最近其他的大公司分解公告也出现了类似的股价表现。2005年3月维亚康姆宣布将公司分解成两部分，本质上是它在1999年9月收购*CBS*公司的反向运作。在分解公告宣布之前，这家多元化经营的传媒公司刚刚宣布将自己的户外广告业务资产减值180亿美元。当时维亚康姆公司的股票在45美元左右的价位上交易，但是到2005年末其股价只有30美元多一点。分解公告只是很短暂地推动了股价上涨，随后股价又继续下跌。公司不断努力寻找股价下跌的原因。2006年2月，公司宣布回购30亿美元的股票，公司当时另外一个战略选择是进行收购，但是投资者更加喜欢股票回购（参见图*B*）。维亚康姆管理层不愿意承认战略错误，继续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为自己收购*CBS*公司进行辩护。

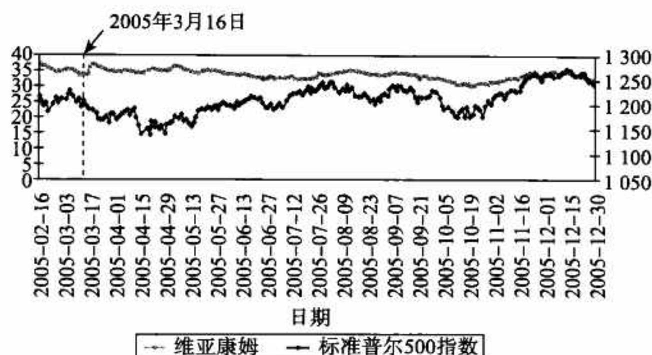


图 B　维亚康姆股票价格与标准普尔 500 指数

资料来源：Yahoo! Finance。

泰科公司和邓白氏公司的股价表现也非常类似，在分解公告宣布后，股价开始下跌。2006 年 1 月 13 日，泰科公司宣布将自己分解为三个部分，把电子设备（销售额 120 亿美元）和健康保健（销售额 120 亿美元）两块业务分离出去。类似地，1996 年 1 月，邓白氏也宣布将自己分解为三个部分，包括从事技术研究的高知特（*Cognizant*）公司；一家传媒与营销信息公司，包括尼尔森传媒、尼尔森公司和*IMS*公司；以及新邓白氏公司，专门提供金融数据和经营穆迪（*Moody's*）公司。在这次分解完成 14 个月后，高知特公司又宣布将自己分解成独立经营的*IMS*公司和尼尔森公司（参见图*C*和图*D*）。

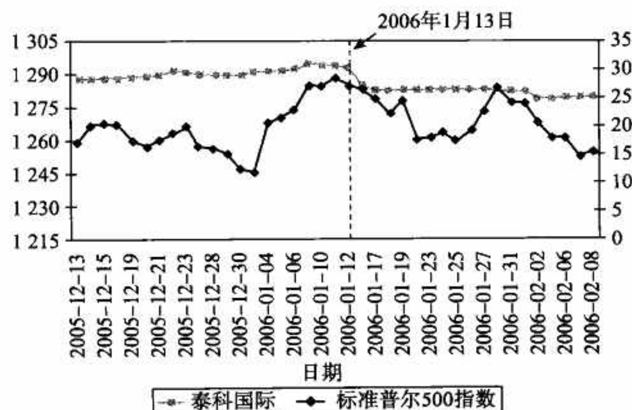


图 C　泰科国际的股票价格与标准普尔 500 指数

资料来源：Yahoo! Finance。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

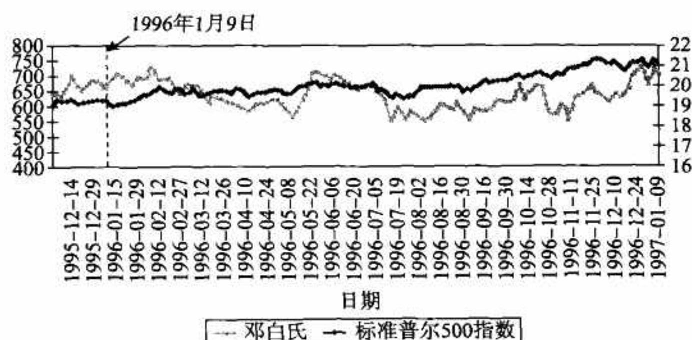


图 D　邓白氏的股票价格与标准普尔 500 指数

资料来源：Yahoo! Finance。

分解公告带来股价下跌说明了什么问题呢？这似乎不是一个合理的结果。之所以要进行分解，正是因为公司结构效率低下，股价表现不好。市场不喜欢分解之前的公司，但是公司分解之后，市场的态度依然没有转变。一些公司（比如维亚康姆）的首席执行官，比如萨姆纳·雷德斯通（*Sumner Redstone*）是大企业的构造者，萨姆纳·雷德斯通通过收购派拉蒙影业公司（*Paramount Pictures*）和 *CBS* 公司，一手构建了维亚康姆这家多元化经营的媒体巨头，但是并没有得到市场的认可。分解后，公司继续在那些大企业构造者的管理层领导之下，市场不喜欢这种类型的管理层。在泰科的案例中，丹尼斯·克兹罗斯基（*Dennis Kozlowski*，现在狱中）一手缔造的大企业被分解了，但是市场并不为之所动。公司分解只是对这些公司深层次问题的局部性解决。这些公司只是想在合并失败的基础上通过分解战略获得增长。这些公司真正需要的是全方位的管理和战略转变，而不是一次仓促进行的分解活动。

股权出售

20 世纪 80 年代末期，虽然公开发行市场并不景气，但是股权出售却成为一项流行的融资方式。许多公司比如安然公司、格雷斯公司（W. R. Grace）、汉森信托和麦克米伦公司都认为，与其他重组方式相比，股权出售在财务上具有明显的优势。1987—1989 年间，尽管当时首次公开发行市场一片萧条，但是 10 起规模最大的股权出售事件的交易金额总计达到 139.2 亿美元。[①]

① Susan Jarzombek, "A Way to Put a Spotlight on Unseen Value," *Corporate Finance*, December 1989, 62－64.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在第四次并购浪潮终结的时候，股权出售交易的数量出现下降，但是从1991年开始又迅速回升。整个第五次并购浪潮中，股权出售交易的数量都保持在较高的水平上（参见图10—9）。

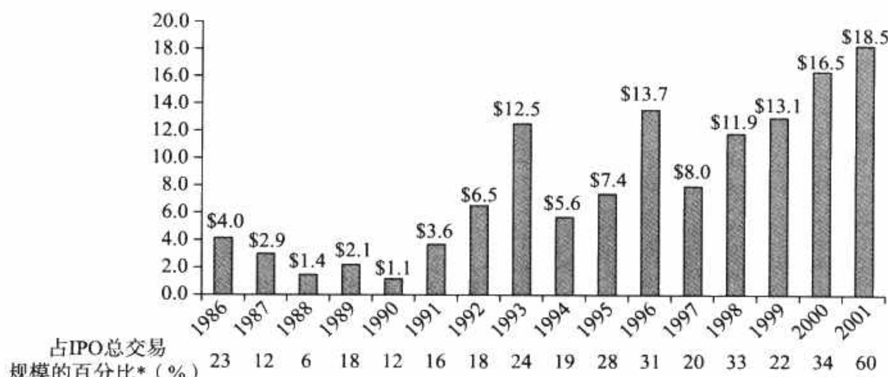


图10—9 股权出售交易，1986—2001年

*美国的股权出售（本金/金额）/美国的IPO规模。

资料来源：*J. P. Morgan Carve-out Study*。

母公司进行股权出售的时候，它既可以出售子公司100%的权益，也可以选择继续经营子公司的业务，仅出售一部分权益，保留其余的权益。Neoax公司出售一家货运子公司53%的股权就是这样一个例子，这家货运公司是在1988年3月通过大量负债筹资收购而来的。[①] Neoax将这家货运公司改名为Landstar，以9 400万美元的价格出售了那部分股权。这笔交易使Neoax减少了总的债务负担，同时也保留了Neoax在以后重新控制这家货运公司的选择权。公司内部的价值分析表明整个货运部门价值2亿美元，Neoax收到的价格与价值基本符合。公司曾经打算完全出售这个部门，但是没能吸引到那么高的出价。

许多公司把股权出售看做是减少某个业务领域经营风险的一种方式。比如美国运通公司在1981年购买了希尔森经纪公司，后来又收购了投资银行雷曼兄弟并组建希尔森雷曼公司（Shearson Lehman）。新业务的经营风险要高于美国运通公司传统的信用卡业务。虽然美国运通公司希望成为一家多元化的金融服务企业，从而获得协同效应，但后来还是决定要降低进军证券行业的风险。1987年它的控股公司阿麦克斯克公司（Amexco）出售了希尔森雷曼39%的股份。事实证明这是一次非常幸运的出售，恰好赶在股市大衰退之前。随后就经历了股市的大衰退，许多证券公司直到80年代末都没能恢复元气。美国运通公司后来彻底分解了收购来的企业。美国运通公司会在2005年进一步整合业务，把个人金融业务分立出去，组建Ameriprise金融公司，这个例

① Susan Jarzombek, "A Way to Put a Spotlight on Unseen Value," *Corporate Finance*, December 1989, 62-64.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子说明，相关业务似乎能带来大量的协同效应，但事实并非如此。

股权出售交易数据：摩根的研究

1998年，摩根银行对当年进行的股权出售交易进行了研究。[①] 他们发现这个市场非常活跃，1997年股权出售占到整个IPO市场的23%，总金额达到90亿美元。与这个领域其他的研究相符合，他们还发现母公司的股价会上升。股权出售交易的规模越大，股价上涨的效应越明显。这项研究还发现了一个有意思的特点，那就是交易完成后不久，被出售的股份就不再在市场上流通了。只有将近37%的股份在被出售3年后还保留原来的形式，将近15%的股份被母公司购买了，而将近11%的股份被第三方购买了。

股权出售公司的特征和出售所得的处理

艾伦和麦康奈尔（Allen and McConnell）对进行股权出售的公司的财务特征进行了研究。他们分析了1978—1993年间188起股权出售的案例。[②] 他们发现与同行业内的可比公司相比，出售股权的子公司经营业绩要稍差一些，负债水平也要高一些。如表10—6所示，股权出售前的公司利息覆盖倍数比较低，而长期负债和总负债占总资产的比重比较高，息税前利润（扣除折旧、利息和税前收入）占销售额和总资产的比重也比较低。艾伦和麦康奈尔还考察了股权出售所得的使用情况。他们发现，当所得资金被用来偿还公司债务时，公司的超常收益平均为6.63%，而当这笔资金投资于其他项目时，公司的超常收益为-0.01%。

表10—6　　股权出售公司与行业内可比公司的比较

业绩衡量指标	股权出售公司	行业内可比公司
息税前利润/利息	2.29	5.42
长期负债/总资产	0.260	0.220
总负债/总资产	0.331	0.285
息税前利润/销售总额	0.070	0.103

资料来源：Jeffrey Allen and John J. McConnell, "Equity Carve Outs and Managerial Discretion," *Journal of Finance* 53 (1), (February 1998) pp. 163-186。

① *J. P. Morgan Equity Carve Out Study*, July 17, 1998.

② Jeffrey Allen and John J. McConnell, "Equity Carve Outs and Managerial Discretion," *Journal of Finance*, 53 (1), February 1998, 163-186.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股权出售与公开发行

与分立不同，股权出售能够为母公司注入新的资金。显然获得资金是这类出售交易的主要动因，我们必须考察公司为什么更愿意选择股权出售而不是公开发行来筹集资金。在凯瑟琳·雪珀（Katherine Schipper）和阿比·史密斯（Abbie Smith）对股权出售进行的研究中，他们考察了76起股权出售交易在公告后股价的变化情况。他们把这些股价变化与以前对公开发行中股价变化的研究文献进行了比较。[①] 以前的研究表明公司股票会在股份增发公告的前后一段时期内获得22%～23%的超常收益。[②] 与其他权益性融资协议进行比较，雪珀和史密斯发现股权出售能够增加股东财富，母公司股东平均能够获得1.8%的收益。与这里正的股票价格效应形成对比，当母公司一个子部门公开发行股票或者发行债务时，股东会遭受23%的损失。

雪珀和史密斯提出正的股票价格变化是把多种效应综合在一起的结果，其中之一是母公司和子公司的信息披露变得更加全面和明确。对那些想要评估上市公司子公司价值的人来说，这一点很重要。在母公司的构架下，子公司的年报和其他公开可得资料可能非常简单，无法为公司各部分的估值提供必要的数据。当子公司成为独立的上市公司后，会针对自己的经营情况发布更加详细的信息，因为这时候的部门业务已成为一家上市公司的全部业务，而不再只是规模庞大的母公司中的一部分。

雪珀和史密斯还提出了一些可以解释权益出售中股价上涨的原因，比如权益出售往往与公司重组和资产管理相联系。此外，被出售的部门可能会通过业务整合提高运作效率，管理层也可能会在新的激励机制下更加努力地工作。这些因素结合在一起，再加上其他一些改革，就会使子公司作为一家独立的上市公司得到更好的发展。市场对这一价值的预期产生了卖方公司的出售溢价。母公司对子公司的经营可能不如其他所有者做得好，当把这些资产转化成现金投资于其他回报率更高的项目时，母公司就会由于不再受到子公司的拖累而变得更有价值。

股权出售与分立

股权出售与分立之间存在许多重大的差异。股权出售会引入新的股东，而分立后企业的股东仍然是母公司原来的股东。股权出售会带来正的现金流

---

① Katherine Schipper and Abbie Smith, "A Comparison of Equity Carve-Outs and Seasonized Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, 15, January/February 1986, 153－186.

② 对一些文献和研究的综述表明，发行股份对产业公司的负面影响要比对公用事业公司的负面影响更大一些，参见 Ronald W. Masulis and Ashok N. Korwar, "Seasonized Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, 15 (11), January/February 1986, 91－118.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入，但是分立在最初并不会改变母公司的现金流。但是实施股权出售的成本更高，并且要受到更加严格的证券法披露规则的约束。

在对 1981—1989 年间成立的 91 家挂牌有限合伙企业（master limited partnerships，MLPs）的研究中，迈克利和肖发现在他们的样本中，风险较大同时负债较多的企业更倾向于选择分立而不是股权出售。[①] 而规模更大、负债较少和盈利能力更强的企业会选择股权出售。他们得出结论，公司是进行股权出售还是进行分立取决于公司进入资本市场的难易程度。那些更容易进入资本市场的公司，即那些财务状况比较好、比较受市场欢迎的公司，会选择将自己推向公开市场，通过出售股权获取现金流入。而那些不太受市场欢迎的公司只能选择分立的方式。需要注意的是，尽管迈克利和肖的研究结论与艾伦和麦康奈尔的结论看起来有点矛盾，但实际并不矛盾。艾伦和麦康奈尔对进行股权出售的公司和同行业的其他公司进行了比较，而迈克利和肖对进行股权出售的公司和进行分立的公司进行了比较。

这项研究并不能解释所有的分立与股权出售决策。比如说，这项研究并没有说明 1995 年 ITT 公司和 AT&T 公司的大型分立事件。但是迈克利和肖的研究结果还是为其他类型的交易提供了很多有用的指导。

自愿清算或主动破产

自愿清算，或者说主动破产（bustups）是公司重组中最为极端的形式。公司清算通常与破产相联系。当公司所有相关方面认识到通过重组继续维持经营并不能增加公司价值的时候，公司就可以通过破产进行清算。这个观点并不是否定自愿清算。自愿清算所遵循的一般标准如下：如果公司资产的市场价值远远高于公司权益的价值，那么就可以慎重地考虑是否要进行清算了。但是这并不意味着一旦公司股价暂时下降了，就可以选择进行清算。只有当公司股价在相当长一段时间内都很低迷的时候，才可以考虑进行清算。特别是当同行业内其他公司的股价并没有如此低迷的时候，更加可以考虑进行清算。此外，过低的市盈率有时也表明需要考虑是否该进行清算了。管理层通常不愿意采取这么一个极端的措施，因为这可能会使他们失去目前的职位。他们可能会更愿意把公司整体出售给单独的买家而不是进行清算。有时候股东会以争夺代理权相威胁，迫使管理层作出清算的决策。

可以对自愿清算和剥离进行比较。剥离通常是一笔单独的交易，把公司的某个部分出售，而自愿清算是一系列的交易，把公司所有资产分别打包出售。税收方面的激励可能会使清算比剥离更具有吸引力。剥离需要缴纳资本

① Roni Michaely and Wayne H. Shaw, "The Choice of Going Public: Spinoffs vs. Carve Outs," *Financial Management*, 24 (3), Autumn 1995, 5-21.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利得税，而自愿清算通常能够得到更多的税收优惠。

自愿破产的股东财富效应

斯堪茨和马什斯尼（Skantz and Marchesini）对1970—1982年间37家发布清算公告的公司进行了研究，发现在公告当月，平均超常收益率为21.4%。[①] 海特、奥厄斯和罗杰斯（Hite，Owers and Rogers）对1966—1975年间49家公司的样本研究中，也发现在公司宣告自愿清算的当月，股东财富有类似的正效应。[②] 他们发现宣告当月超常收益为正的13.62%。在他们的研究样本中，几乎有一半的公司在清算计划宣布两年内成为控制权收购的目标。面临的收购手段多种多样，包括杠杆收购、股权收购和代理权竞争等。在他们的样本中有80%以上的公司获得了正的超常收益。这种情况表明，市场认为公司如果在先前的经营政策下继续运作会减少股东财富。

另外两项研究的结果也肯定了股市的积极反应。金和沙茨伯格发现73家公司在宣布清算后的3天时间内，获得了14%的正收益。[③] 他们披露在股东确认交易的时候，会增加3%的收益。但是金和沙茨伯格并没有发现买方公司的股东是否能获得明显的财富效应，无论是正的收益还是负的收益。在一项对1970—1991年间完成自愿清算的61家上市公司的研究中，欧文和麦康奈尔（Erwin and McConnell）发现自愿清算会给公司股票带来高达20%的平均超常收益。[④] 他们还肯定了市场对进行自愿清算的公司的直观看法是该公司的成长前景有限，清算决策是一项合理的决策，因为通过清算，能够使金融资源转移到收益更高的项目中。如前面所提到的，这些研究表明市场通常会认为公司在以前的经营政策下持续运作会减少股东财富。这一点毫不奇怪，因为大多数考虑清算的公司面临着严重的问题。清算能够把公司资产转移到其他公司，在其他公司的经营下获得更高的收益。

追踪股票

20世纪90年代，公司开始发行追踪股票（tracking stock）来代替出售交

---

① Terrence Skantz and Roberto Marchesini, "The Effect of Voluntary Corporate Liquidation on Shareholder Wealth," *Journal of Financial Research*, 10, Spring 1987, 65-75.

② Gailen Hite, James Owers, and Ronald Rogers, "The Market for Interfirm Asset Sales: Partial Selloffs and Total Liquidations," *Journal of Financial Economics*, 18, June 1987, 229-252.

③ E. Han Kim and John Schatzberg, "Voluntary Corporate Liquidations," *Journal of Financial Economics*, 19 (2), December 1987, 311-328.

④ Gayle R. Erwin and John J. McConnell, "To Live or Die? An Empirical Analysis of Piecemeal Voluntary Liquidations," *Journal of Corporate Finance*, 3 (4), December 1997, 325-354.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易。追踪股票或者称为目标股票（targeted stock）是一种代表对一个部门或者一家公司收益所有权的权益性证券。有时也被称作字母股票（letter stock or alphabet stock）。有时候当一家公司收购了另外一家公司，但是整个公司的股票在市场上被折价交易，这时为了提高股价，母公司会让一个或多个部门发行单独交易的追踪股票。AT&T 公司就曾经让所属的 AT&T 无线部门发行过追踪股票。

追踪股票的最初创立是在 1984 年通用汽车公司收购电子数据系统（EDS）公司的案例中。EDS 公司的首席执行官罗斯·佩罗（Ross Perot）担心让持有公司大量股票的员工把手中高成长性的 EDS 股票换成低成长性的通用汽车公司股票，会降低他们的工作积极性。为了解决这个问题，通用汽车公司发行了与 EDS 业绩挂钩的 E 类股票。通用汽车公司在 1985 年发行 H 类股票的时候也采用了这一机制，该股票与休斯飞机（Hughes Aircraft）这一子公司的业绩挂钩。

追踪股票还可以被用来对付某种程度上带有恶意的大股东。1991 年就发生了这样的一起案例，当时持有 USX 公司 13%的股票的股东卡尔·伊坎要求公司把钢铁部门分立出去，这个部门拥有美国钢铁公司（U. S. Steel）和马拉松石油公司（Marathon Oil）。最终公司通过发行与钢铁和石油部门业绩挂钩的追踪股票找到了折中的解决办法。

发行追踪股票和出售交易最大的一个不同是，在出售中会创建一个独立的法律实体。而发行追踪股票，股东可以对部门的收益拥有法定所有权，但是该部门仍然是整个公司的一部分。追踪股票的持有者通常仍然保留对整个公司的投票权。但是在一些案例中，比如 USX 公司的例子，股东的投票权要根据追踪股票的市场价值进行调整。

追踪股票并不代表对被追踪实体资产的所有权。这会使人产生疑惑，公司为什么不简单地进行分立，而要给所有者这种股票。并且发行追踪股票不能享有税收免除的待遇，不具有分立的税收优势。

与出售交易的公告一样，市场也会对发行追踪股票的公告作出积极的反应。德索萨和雅各布（D'Souza and Jacob）发现，在所提议的追踪股票发行公告后 3 天内，公司股价会上升 3.61%，在统计上显著。[①] 德索萨和雅各布试图确定发行追踪股票是否能获得与一家公司完全独立时相同的收益率。他们考察了追踪股票的收益率和公司整体收益率之间的相关性，以及追踪股票收益率和行业内相似公司收益率的相关性。他们发现母公司和追踪股票之间的收益相关性要大于追踪股票和同行业可比公司之间的收益相关性。也就是说，他们发现"公司效应"要大于"行业效应"。他们认为公司效应的存在是因为部门和母公司共同分享所有的资源和分担所有的债务。显然，追踪股票是处

① Julia D'Souza and John Jacob, "Why Firms Issue Targeted Stock," *Journal of Financial Economics*, 56 (3), June 2000, 459-483.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于完全独立和隶属于母公司之间的中间形式。

挂牌有限合伙企业和出售

挂牌有限合伙企业是股份可以公开交易的有限合伙企业。一家有限合伙企业通常由一名一般合伙人和一名或多名有限合伙人组成。一般合伙人负责企业的经营管理并且承担无限责任。这一点是有限合伙这种企业组织形式与公司制相比最大的不足。在公司制中，所有者——也就是股东——不必无限地承担公司的全部债务。但是挂牌有限合伙企业中只有有限合伙人不需要承担像一般合伙人那样的无限责任。

挂牌有限合伙企业的一个主要优势是这种企业形式消除了公司层面的税收义务。股东对公司的投资要被征两次税：首先是在公司层面征收公司所得税，其次是在个人层面，对以股利为形式的分配征收个人所得税。挂牌有限合伙企业不需要作为一个独立的企业实体缴纳税收，企业的收入可以像其他合伙企业一样直接分配给合伙人。1986 年的税收改革法案强化了这一优势，这次税法改革将个人所得税的最高税率降至 28%（低于 34%的最高公司所得税率）。但是后来的税法改革提高了高收入的所得税率，降低了这一优势。

公司可以通过向挂牌有限合伙企业转移资产来避免对收益的双重纳税。在转出（roll-out）MLP 中，公司可以把资产或者部门转移到独立的挂牌有限合伙企业中，公司的股东在持有公司股份的同时，获得在挂牌有限合伙企业中的股份。通过挂牌有限合伙企业分配的收入就不必双重纳税了。

挂牌有限合伙企业可以被用于分立交易或者股权出售中。在分立中，母公司直接把资产转移给挂牌有限合伙企业。母公司的股东按比例获得挂牌有限合伙企业的股份。在股权出售中，挂牌有限合伙企业通过公开发行股票筹集现金，接着用这些现金来购买母公司出售的部门资产。

挂牌有限合伙企业曾经在石油行业中非常普遍。石油公司将石油和天然气等资产转移到挂牌有限合伙企业中，从而把收益直接分配给股东，避免双重征税。创立之初的企业也可以组建成挂牌有限合伙企业。挂牌有限合伙企业由一般合伙人经营管理，一般合伙人作为企业的管理者获取薪酬。一般合伙人可以持有也可以不持有挂牌有限合伙企业的股份。挂牌有限合伙企业可以通过向投资者发行股份筹集资本。

挂牌有限合伙企业的股份一般为个人所拥有，这与公司的情况不同，公司的股份主要为机构投资者所拥有。通过考察公司与挂牌有限合伙企业这两种企业形式的不同之处可以解释这种区别。挂牌有限合伙企业中的有限合伙人并不拥有对企业的控制权，而机构投资者开始日益重视对企业的控制权。同时一家公司投资于另一家公司获得的股利收入可以免税，而投资于挂牌有限合伙企业获得的股利收入却需要纳税。此外，那些通常享受免税待遇的机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构投资者从挂牌有限合伙企业得到的收入需要缴纳税收。由于这些原因，挂牌有限合伙企业对机构投资者不是特别具有吸引力。

案例研究

ITT——典型混合经营企业的分解

1995年6月13日，ITT公司宣布进行分解，ITT公司是一家巨大的混合经营企业，是在第三次并购浪潮中，通过收购世界各地许多不同的公司而组建的。这是有史以来规模最庞大的企业分解之一。在这次分解中，创建了三家独立的上市公司，每一家都有自己的董事会并在纽约证券交易所上市。ITT公司的股东以一对一的比例获得每家新公司的股票。

ITT公司曾经是知名的国际电话和电报公司，公司进行分解所根据的理念是公司各部分作为独立实体的价值之和要大于囊括在ITT羽翼之下的价值。在ITT公司多元化的经营业务中很难找到共同点或者协同效应，如果硬要说娱乐设施和曲棍球队与意外事故保险或者酒店业务有不少共同之处，这是非常勉强的。

公司分解一个显而易见的好处是获得资本更加容易。

"我们认为让这三家公司作为独立的业务实体运作、经营和估值能让投资者、分析师和债权人更简单明确地对公司进行评估。"ITT公司的主席、董事长和首席执行官兰德·V·阿拉斯格（Rand V. Araskog）说道……①

由哈罗德·吉宁一手创建的这家价值250亿美元的混合经营企业这次被一分为三：一家保险公司——ITT哈特福德公司（ITT Hartford），一家工业产品公司——ITT工业公司（ITT Industries）和一家娱乐、酒店与运动公司——ITT公司。20世纪60年代和70年代，ITT收购了250多家公司，包括安飞士汽车租赁公司、大陆银行（Continental Baking）、Canteen、瑞安（Rayonier）、喜来登酒店、哈特福德保险公司和其他很多公司。②ITT在1986年出售了它的核心业务。同时还把电信业务卖给了阿尔卡特—阿尔斯通（Alcatel Alsthom）公司（法国CGE公司）。

三家新公司中每家管理的几个部门都具有共同之处，能够产生一些协同效应。比如，经营酒店业务的管理技能和管理系统也是经营娱乐业务所需要的。在新的ITT公司中，喜来登和适佳（Ciga）酒店合并到一起。这家公司还包括麦迪逊广场花园（Madison Square Garden，MSG）的运动场，以及这块运动场的两个主要用户——纽约尼克斯队（New York Knickerbockers）和纽约流浪者队（New York Rangers）。此外，这家公司还与纽约的一家有限电视公司——有线电视系统公司（Cablevision System Corporation）签署了一项合伙协议，提供有线频道转播球队的比赛。1997年，ITT公司把麦迪逊广场花园和球队的所有权卖给了有限电视系统公司。

ITT公司的分解是20世纪90年代中期的典型交易，当时流行的是要提高效率而不是追求复杂的收购战略。第三次和第四次收购浪潮中进行了很多存在问题的收购活动，90年代早期和中期的收购交易更加重视在公司战略上的意义，除了分解许多早期进行的效果不佳的收购交易之外，合并主要是在核心业务更加接近的公司之间进行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

① Stephanie Storm, "ITT the Quintessential Conglomerate, Plans to Split Up," *New York Times*, June 14, 1995, D1.

② ITT Company Press Release, June 13, 1995.

小 结

如果当前的公司结构无法产生符合市场或者管理层预期的价值，公司通常就会进行重组。当公司的某个部门不再符合管理层的经营规划时，也可能会进行重组。先前收购来的企业表现不佳，没有达到管理层的预期时，也需要进行重组。但是要作出资产出售的决策可能比较困难，因为这意味着管理层必须承认公司当初收购资产的做法是错误的。一旦作出了出售的决定，管理层就需要考虑如何实施这一交易。

公司的管理者可以考虑本章讨论的一些不同的重组方法，比如直接出售，比如剥离或者把子公司的股份出售给第三方，即股权出售，在这两种方式下，都会创立一个独立的法律实体，分离出来的部门作为一家单独的公司由新的管理团队经营。另外一种会创建一个独立的法律实体的重组方式是分立。在分立过程中，股票会按比例发行并按比例分配给母公司的股东。当交易形式是以原公司的股票交换母公司的股票时，这种交易称作股份置换。股本分散则是指整个公司被分拆，股东按照预先确定的交换比例把母公司股份转换成新公司的股份。

实证研究发现大部分出售交易都会给母公司股东带来正的财富效应。这表明市场认为，把公司的某个部门出售会比继续在当前政策下经营这个部门产生更高的收益。市场认为与经营这个部门相比，卖方公司会更有效率地使用出售所得。对于被剥离或者被分立公司的股东而言，市场会抬高他们的股票价格。研究结果还表明，宣布进行自愿清算也会对股价产生积极的影响。

市场对重组行为的积极反应使这种形式的公司变革深受欢迎。20 世纪 90 年代，其他缩减公司规模的形式，比如大规模裁员等，也非常普遍。尽管后者因为会对员工施加一定程度的强迫而受到了很多批评，但还是在一定程度上促进了 90 年代生产效率的提高。在公司缩减规模的同时，整个经济中的失业率呈下降趋势，这说明个别公司业务缩减导致的裁员并没有带来失业人数的净增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章

破产重组

我们说过，并购的数量常常与经济的繁荣和萧条并行。比如第四次和第五次并购浪潮就是这种情况。与前面三次并购浪潮一样，第四次与第五次并购浪潮都是随着经济与市场的衰退而宣告结束的。市场需求的下降引发经济形势的衰退，经济形势的衰退会给实力弱小的公司带来很大的压力，尤其是那些为进行收购而大量举债的公司，面临的压力更加巨大。因此，某些类型的并购活动与公司破产之间存在着一定的联系。在本章中，我们不仅要探讨公司破产与并购之间的联系，还要探讨公司破产的其他多方面原因，因为宣布破产并不仅仅意味着一家公司退出它的业务经营。

破产可以被用作一项创造性的企业融资工具。通过破产程序进行公司重组在某些情况下可以带来其他方式无法获得的独特好处。本章将考察在美国出现的各种不同形式的破产，并讨论在不同情况下，公司如何选择第 7 章破产和第 11 章破产这两种主要的破产形式。第 7 章破产也称作清算破产，更加适合于面临严重财务危机的公司。第 11 章破产也称作重组破产，则是一种更为灵活的企业融资工具，可以让公司在寻求其他重组形式的同时继续经营。此外，在第 11 章破产中，还允许破产公司的管理层在重组过程中继续管理公司。

经营失败的种类

显然，破产是一种极端措施，只有当公司没有其他更好的选择时才会不得以进行破产。破产申报意味着承认公司在某些方面无法实现特定的目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“经营失败”（business failure）这个术语的意思有些模糊，根据语境的不同和使用者的不同会有不同的含义。经营失败有两种主要的形式：经济失败（economic failure）和财务失败（financial failure）。它们的含义差别很大。

经济失败

在两种主要的经营失败类型中，经济失败的含义更加模糊一些。例如，经济失败可以表示公司遭受亏损，即收入不足以弥补成本。但是根据语境和使用者的不同，经济失败也可以表示为投资回报率低于资本成本，或者公司获得的实际回报率低于预期水平。总之，这个术语可以在很多不同的地方使用，既可以指公司不盈利，也可以指公司虽然盈利但低于预期水平。

财务失败

财务失败的定义要比经济失败的定义更加明确一些，它是指公司无法偿还当前到期的债务。公司没有足够的流动性来偿还流动性负债。即使是在公司的净资产值大于零，即公司的资产价值超过负债价值的情况下，财务失败仍然可能发生。

财务危机的成本

安德雷德和卡普兰（Andrade and Kaplan）对包括管理层收购和杠杆化资本结构调整在内的 31 起失败的高负债杠杆交易（highly leveraged transactions，HLTs）进行了研究。[①] 他们主要研究那些出现财务危机但尚未出现经济危机的公司。他们寻找高负债杠杆交易前后出现危机的原因，高负债杠杆化率可以采用债务与总资本的账面价值比率和息税、折旧及摊销前收入（EBITDA）对利息的覆盖倍数这两个指标来进行衡量。在高负债杠杆交易前后，债务与总资本账面价值比率的中值水平分别为 0.21 和 0.91，息税、折旧及摊销前收入对利息覆盖倍数的中值水平分别为 7.95 和 1.16，这两个指标的数据说明高度的负债是公司陷入财务危机的主要原因。安德雷德和卡普兰还比较了从高负债杠杆交易发生前两个月到危机解决的这段时期，公司价值发生的变化。这里所说的危机解决是指公司出现下列情况之一：结束第 11 章破产、公司被出售、公司发行新股份或者公司被清算。最后他们得出的结论是：由高负债杠杆交易和随后的财务危机所引起的管理变革会使公司价值增加。不过很重要的一点是他们的结论只适用于发生财务危机的情况，而不适用于

① Gregor Andrade and Steven N. Kaplan, "How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed," *Journal of Finance*, 53 (5), October 1998, 1443 - 1493.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生经济危机的情况。

经营失败的原因

邓白氏公司对经营失败的原因进行了研究。他们发现有三个最普遍的原因。根据发生的频率来排序，分别是经济原因（比如行业不景气）、财务原因（比如资本不足）和管理经验不足（比如管理知识的缺乏），如表11—1所示。管理经验不足强调了管理技能对公司破产的防范作用，因此破产专家在挽救陷入危机中的公司时，非常重视这个方面。

表11—1　　经营失败的原因

主　要　原　因	百分比（%）*
经济原因（如行业不景气、盈利状况不佳）	41.0
财务原因（如营运费用过高、资本不足）	32.5
经验原因（如缺乏商业知识、缺乏生产经验、缺乏管理经验）	20.6
人为疏忽（如不良的工作习惯、商业摩擦）	2.5
舞弊	1.2
灾难	1.1
战略原因（如应收账款无法收回、公司过度扩张）	1.1
	100.0

* 根据导致公司经营失败最主要的原因进行统计。

邓白氏还分析了经营失败的公司的平均存续期（参见表11—2）。他们发现在经营失败后，10.7%的公司存续时间不足1年，1/3的公司存续时间不足3年，而大约44.3%的公司存续时间超过5年。

表11—2　　经营失败后企业的存续期

企业存续年限	百分比（%）
1年或1年以内	10.7
2年	10.1
3年	8.7
3年及3年以内的合计	29.5
4年	7.8
5年	7.0
5年及5年以内的合计	44.3
6～10年的合计	23.9
10年以上的合计	31.8
	100.0

资料来源：Dun & Bradstreet Corporation，*Business Failure Record*，1997。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆化资本结构调整后产生财务失败的原因

20 世纪 80 年代发生的大量高负债杠杆交易比较容易引起公司的财务失败和破产。正如第 7 章中讨论的，80 年代非常流行杠杆收购，采用杠杆化资本结构调整来进行反收购防御在那段时期也很流行。有两位丹尼斯对在 1984—1988 年间发生的 29 起杠杆化资本结构调整进行了研究。[①] 他们把杠杆化资本结构调整定义为，将发行新债务所得到的资金支付给股东的交易。他们的研究结果表明，完成杠杆化资本结构调整的公司中有 31%出现了财务失败。卡普兰和斯坦（Kaplan and Stein）等其他研究人员认为定价过高和财务结构不合理是杠杆化交易失败的重要原因，两位丹尼斯的研究虽然也认为这两个原因很重要，但是与卡普兰和斯坦等人的假设相反，他们提出 1990—1991 年期间的经济衰退和监管原因才是导致一些杠杆化资本结构调整失败的根本原因。[②] 他们发现，与未发生危机的公司相比，发生危机的公司都有着更高的负债水平和较低的利息覆盖倍数。而且与未发生危机的公司相比，发生危机的公司在交易完成后需要更多的现金。例如，发生危机的公司平均需要出售 6.3%的资产来满足现金需要，而未发生危机的公司只需要出售 3.6%的资产就可以满足现金需要。交易完成后，发生危机的公司还必须在业绩上实现更大的改进。例如，为了满足交易完成后的偿债需求，发生危机的公司必须实现经营收入增长的中值为 41.8%，而未发生危机的公司该数值为 18.9%。

由于公司必须在交易完成后出售一部分资产，因此监管力度的改变和 1990—1991 年间的经济衰退对杠杆化资本结构调整的失败起到了关键作用。监管力度的加强在一定程度上导致了垃圾债券市场的崩溃。由于市场出现困难，一部分金融机构被迫卖掉它们持有的垃圾债券，从而削弱了潜在垃圾债券发行商销售发行新垃圾债券的能力。对于那些想要购买公司资产并进行杠杆化资本结构调整的投资者而言，这些情况限制了他们的资金来源。

进行杠杆化资本结构调整的公司从出售资产中获得的价值大大降低了（参见表 11—3）。这些公司过高地估计了出售资产（比如出售一个部门）所能获得的价值。这个错误在一定程度上要归咎于公司没有能预见到垃圾债券市场突然发生的剧烈变动。资产出售市场因为 1990—1991 年间的经济衰退而出现困境，使得公司改进经营业绩变得更加困难。

当经济形势下滑时，由于现金流减少，公司的债务负担变得更加沉重。不仅如此，下滑的经济形势对希望通过出售资产来偿还负债的公司造成了不利的影响。在第四次并购浪潮中通过筹借大量债务进行并购的公司遭受了损

---

① David J. Denis and Diane K. Denis, "Causes of Financial Distress Following Leveraged Recapitalizations," *Journal of Financial Economics*, 37, 1995, 129-157.

② Steven Kaplan and Jeremy Stein, "The Evolution of Buyout Pricing and the Financial Structure of the 1980s," *Quarterly Journal of Economics*, May 1993, 313-357.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失，许多公司不得不在第五次并购浪潮中变本加厉地筹借更多的债务来完成交易。此外，并购交易者最初的小心谨慎只维持了很短的时间，正如我们所看到的，第五次并购浪潮中出现的失误远远大于20世纪80年代的失误。

表11—3　　9家陷入危机的公司在资产出售中的现金短缺总额与财务危机发生第一年为免于破产所需要的额外现金数额之比较

公司名称	资产出售短缺总额*（100万美元）	危机年份所需额外现金数额（100万美元）
卡特·霍利·黑尔	612.6	38.6
固特异（Goodyear）	489.1	139.5
哈考特·布雷斯·朱万诺维奇	924.9	243.6
假日集团	35.2	−33.7
英特科	288.5	223.1
Quantum Chemical	140.7	164.4
Standard Brands Paint	0.0	164.4
诗韵（Swank）	0.0	8.3
USG	24.5	351.0
中值	140.7	139.5

*卡特·霍利·黑尔公司的短缺总额包括6.5亿美元未完成的资产出售交易。类似地，固特异公司未完成的资产出售有7.50亿美元，哈考科·布雷斯·朱万诺维奇公司的有3 390万美元。

注：资产出售短缺总额是已出售资产的短缺和未出售资产的短缺总和。在两种情况下，短缺都被定义为资产售价（在交易未完成的情况下为0）与媒体报道的价格之差。当上述数据无法获得时，我们将短缺表示为销售交易公告前一天、当天、后一天这三日内，公司股票的异常收益乘以公司股权的市场价值。危机发生第一年所需额外现金数量是指公司债务的利息和本金支出与当年净现金流入（运营收入减资本支出）之差。

资料来源：David J. Denis and Diane K. Denis, "Causes of Financial Distress Following Leveraged Recapitalizations," *Journal of Financial Economics*, 37, 1995, 129-157。

破产趋势

20世纪80年代末，由于受到总体经济形势的影响，公司破产的数量急剧增加（图11—1）。由于80年代末经济增长速度的放缓，个人破产和企业破产的案件数目都有所增长。企业破产数量在80年代逐步增长，至1986年达到顶峰，随后逐渐下降，直到1989年又因为经济增速放慢而开始增长。

第四次并购浪潮末期公司破产数量的增长与交易中大量使用债务资金有关，例如杠杆收购。在1990—1991年的经济衰退时期以及稍后微弱的复苏时期，经济需求减缓，由于在并购中使用了大量的垃圾债券，一些公司出现了严重的现金流压力。随着经济的增长，破产申报的数量开始减少，但在1999年，经济又经过一年的增长后，破产申报的数量重新开始回升。第11章破产申报的数量持续增长到2002年，随着美国的经济进入新一轮的增长周期，破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产申报的数量开始下降（见图 11—2 和图 11—3）。其他研究也证实了破产申报这一个先经济周期运行的趋势。①

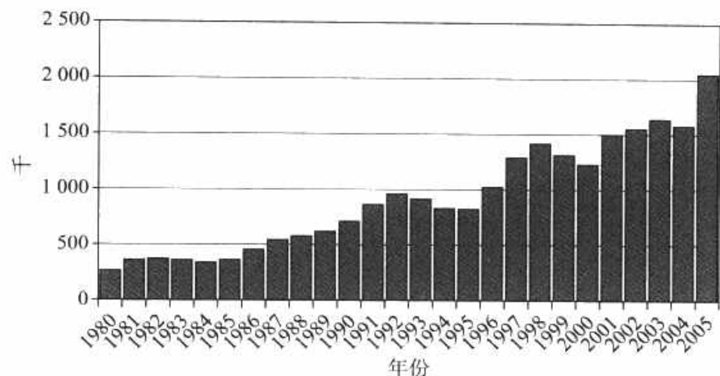


图 11—1　1980—2005 年间破产申报的总数

资料来源：BankruptcyData. com，New Generation Research，Administrative Office of the U. S. Courts。

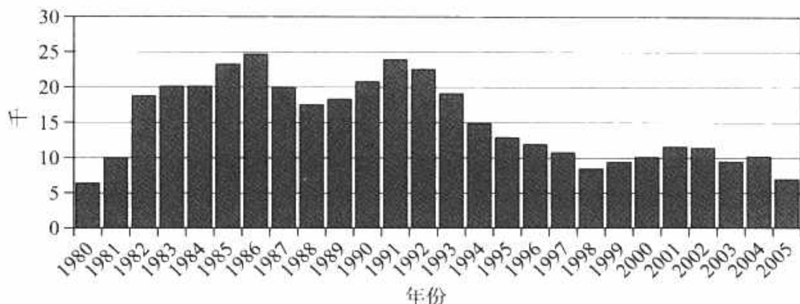


图 11—2　1980—2005 年间第 11 章破产申报的数量

资料来源：BankruptcyData. com，New Generation Research，Administrative Office of the U. S. Courts。

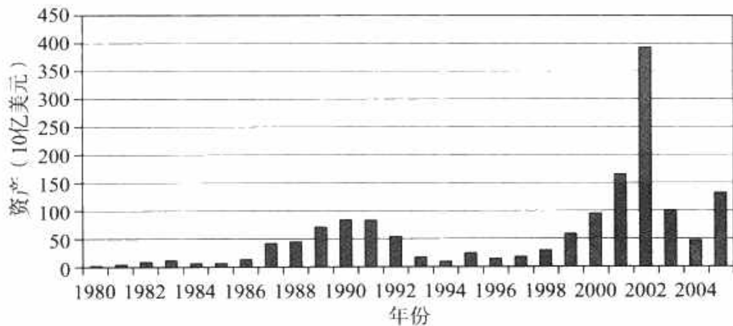


图 11—3　1980—2004 年间申报破产的上市公司的资产总额

资料来源：The 2004 Bankruptcy Yearbook & Almanac。

① Lance Bachmier，Patrick Gaughan and Norman Swanson，"The Volume of Federal Litigation and the Macroeconomy，" *International Review of Law & Economics*，24 (2)，June 2004，191－208.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例研究

日本的经济危机和公司破产数量的增加

20 世纪 90 年代，日本经济陷入困境，步履维艰，而此时其他许多发达国家的经济却继续增长。1990—1991 年间，当美国等其他国家开始进入经济衰退时，日本的经济增长急速下降。90 年代中期，日本经济在经历了很多年的衰退后有所恢复（见图 A 和图 B）。在衰退期间，日本原来一向比较低的失业率剧增。日本的股市崩盘，从 80 年代末的最高点跌落了将近 75%（见图 C）。日本银行试图实施扩张性货币政策，但最后证明货币政策的放松对经济周期的调控作用非常微弱。

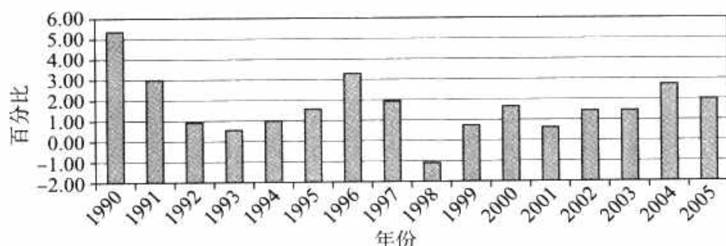


图 A　日本 GDP 年增长率，1990—2005 年

资料来源：*World Economic Outlook*，September 2005。

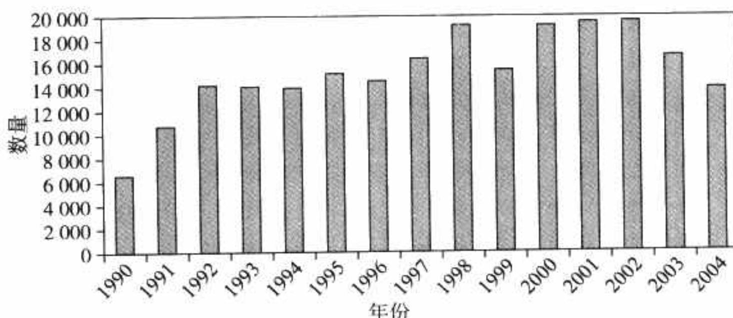


图 B　日本的公司破产数量，1990—2004 年

资料来源：*Japan Statistical Yearbook*，www.stat.go.jp/english。

1950—1970 年日本经济高速增长，公司破产在那个时代根本不是一个严重的问题。但是随着韩国、中国台湾和中国大陆等其他发展迅速的竞争者的出现，日本作为一个出口导向型国家，深受重创，其赖以生存的出口市场受到了削弱。日本的公司和银行迫切需要大规模重组，但是并没有及时实施。变革的缓慢使日本经济陷入窘境，许多公司面临破产，一直以来，由于破产特殊的标志性含义，日本的公司都尽量避免破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

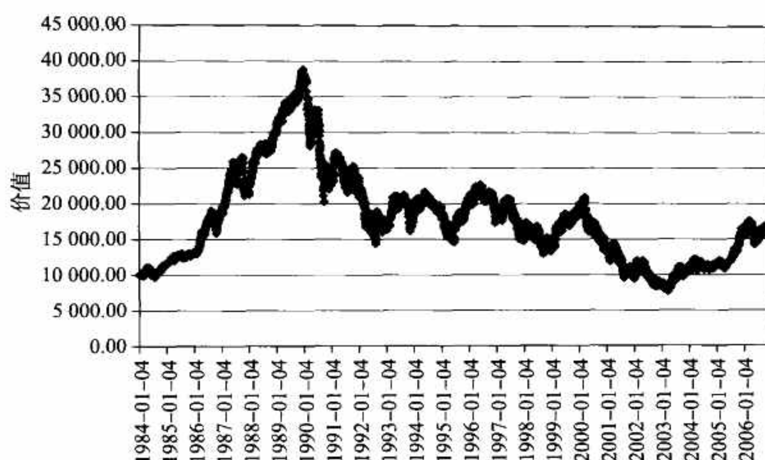


图 C　日经股票指数，1984—2006 年

很多年以来，日本公司都可以申请破产。事实上，因为第二次世界大战后的重建，美国向日本“输出”了许多法律条款，日本的破产法与美国的破产法有很多相似之处。根据日本的民事重组法，申请重组的公司一方面继续接受现任管理层的管理，另一方面，法庭会指派一位接管人与公司债权人进行协商。如果法庭认为破产是最好的解决方法，那么它就会委派一家公司去收购这家破产的公司。

在 21 世纪初，当时很多日本公司都难以为继，公司破产的数量达到了顶峰。例如，在 2000 年 10 月，日本协荣生命人寿保险公司（Kyoei Life Insurance Company）申请破产保护。这是自第二次世界大战以来日本最大的一起破产案。具有讽刺意味的是，在协荣生命人寿保险公司破产之前早已经有若干家保险公司破产了，其中的千代田生命保险公司（Chiyoda Mutual Life Insurance Company）破产案是日本第二大的破产案件。协荣生命人寿保险公司的管理层声称其他保险公司的破产降低了公众信心，从而使该公司的经营变得更加困难。保险行业存在一个重大的问题，那就是它们曾经在高利率时期销售了大量保单，当几年后年利率开始下降时，保险公司发现它们的收入无法满足保险理赔的需要。经济的持续萧条和股市与债市的低迷给保险行业带来了重大的打击。在本书付梓时，有报道称协荣生命人寿保险公司正在与美国宝德信保险公司（Prudential Insurance Company of America）进行谈判协商。

除了保险行业，日本的其他行业也出现了大量的公司破产案件。2001 年，日本第四大连锁超市麦卡尔（Mycal）公司申请破产；2002 年，高尔夫球场公司——STT Kaihatsu 公司的破产案件超过建筑公司——佐藤工业（Sato Kogyo）成为日本最大的破产案。2003 年公司破产的数量再创新高。伴随着日本经济中房地产泡沫的破裂，包括大和建筑公司（Daiwa Construction Company）在内的许多房地产和建筑公司纷纷申请破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与舞弊相关的破产

表 11—1 显示了根据邓白氏公司的研究得出的破产原因，他们是在第五次并购浪潮末期大量破产案件发生之前进行研究的。研究结果表明只有 1.2%的破产案件是因为公司舞弊引起的。但在 21 世纪初，这个结论发生了巨大转变。世通公司和安然公司的破产是美国规模最大的两起公司破产案件。这两家大公司都是因为管理层舞弊而陷入破产的。因为舞弊而破产的公司还有许多，包括阿德菲亚公司和瑞富科公司（见表 11—4）。这些破产案件促使法律条款作出了改变，例如颁布了萨班斯-奥克斯利法案。安然公司的破产与并购活动没有关系，但是世通公司最后的破产与其失败的并购策略和没有实现协调增长有着密切联系。

与舞弊相关的破产案件并不只是发生在美国。2003 年 12 月，意大利食品集团——帕玛拉特公司（Parmalat Finanziaria SpA）发表声明，申请破产保护。这家全球家喻户晓的公司披露出来的重大舞弊行为震惊了整个欧洲企业界。

表 11—4　　美国上市公司最大破产案

公司名称	（10 亿美元）	申请破产日期
世界通信公司	103 914 000 000	2002-07-21
安然公司	63 392 000 000	2001-12-02
康赛可公司	61 392 000 000	2002-12-18
德士古公司	35 892 000 000	1987-04-12
美国金融公司（Financial Corp. of America）	33 864 000 000	1988-09-09
瑞富科公司	33 333 172 000	2005-10-17
环球电讯（Global Crossing，Ltd.）	30 185 000 000	2002-01-28
太平洋煤电公司（Pacific Gas and Electric Co.）	29 770 000 000	2001-04-06
卡尔派思公司（Calpine Corporation）	27 216 088 000	2005-12-20
UAL 公司	25 197 000 000	2002-02-09
达美航空公司（Delta Air Lines，Inc.）	21 801 000 000	2005-09-14
阿德菲亚通讯公司	21 499 000 000	2002-06-25
M 公司（M Corporation）	20 228 000 000	1989-03-31
迈朗公司（Mirant Corporation）	19 415 000 000	2003-09-14
德尔福公司	16 593 000 000	2005-10-08

资料来源：BankruptcyData.com，A Division of New Generation Research，Inc.

案例研究

食品巨头帕玛拉特公司申请破产

帕玛拉特公司被揭露其在开曼群岛注册的公司账户上拥有实际不存在、用虚假文件伪造的几十亿欧元资产，随后公司在 2003 年申请破产。与美国发生的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些由舞弊引起的重大公司破产案相同，这起破产案件涉及会计舞弊、股市操纵和刑事诉讼。调查揭露了帕玛拉特公司对许多分销商重复开票，并从多家意大利银行违规贷款。这家意大利公司声称自己在开曼群岛注册的银行账户中有大约50亿美元的资金，而调查揭露这些账户根本不存在，账户依据的文件都是伪造的。

有意思的是，以前意大利的公司破产案往往会持续很多年并且最终被清算，但是意大利现在实施了与美国第11章破产法相似的新的破产法规。正因为如此，帕玛拉特公司的重组在两年内就得以完成。重组后的公司与申请破产保护的公司不再是同一家公司，它也不再拥有以前那些众所周知的品牌。重组后的公司为了减轻债务负担和产生现金流而不得不出售资产。但是，公司获得了重生并再次在米兰交易所上市。

关于最大破产案件数据的评论

表11—4根据资产规模列出了最大的破产案件，但是没有经过通货膨胀调整。如果进行通货膨胀调整，把所有的资产价值都调整为基期数额，那么虽然排列基本相似，但是早期发生的一些著名破产案件就会榜上有名。例如，1970年申请破产的宾州中央铁路公司在当时的资产总额是68.5亿美元，经过通货膨胀调整后，公司的资产价值大约相当于2007年的400亿美元。

美国的破产法

《1978年破产法案》(the Bankruptcy Act of 1978)，也被称为《破产法典》(the Bankruptcy Code)，是美国最主要的破产法规。它总共由8个奇数章组成（见表11—5）。

表11—5　美国破产法案的组织结构

章　节	主　题
1	总则与定义
3	判例管理
5	债权人、债务人和财产
7	清算
9	地方政府的破产
11	重组
13	个人破产
15	美国受托人体系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国破产法律的变更

后来颁布的破产法律不断完善了《1978 年破产法案》。《1984 年破产法修正案》（Bankruptcy Amendments of 1984）和《1984 年联邦法官法案》（Federal Judgeship Act of 1984）创建了破产法庭，作为地方法庭的一部分。这条法令是对最高法院挑战破产法庭审判权限的规则的回应。1984 年的破产法还规定公司不得在破产后立即解除与员工的合约。这个规定回应了最高法院对威尔逊食品公司（Wilson Foods）的审判，在这个案件中最高法院裁定公司可以在破产申报后立即废除目前的劳动合同。修正法案在一定程度上是由于受到了工会的压力而通过的，新法规要求公司在上破产法庭之前要尽量签订一份劳资协议。如果任何一方努力的诚意值得怀疑，那么将由破产法庭裁定双方的行动是否出于善意并且符合法律要求。

《1994 年破产改革法案》（Bankruptcy Reform Act of 1994）增加了破产法庭的权限，授权这些法庭发布它们认为必要的或适当的法规来执行《破产法典》的条款。2005 年 10 月颁布《2005 年防止滥用破产与消费者保护法案》（Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005），主要关注于个人破产及产生原因（比如信用卡的滥用）。但是，这些法律中的一些变动影响了第 11 章破产申报，我们会在后面讨论与排他期长度相关的规则。其他与公司破产相关的变动还包括对管理人员留用奖金的限制，收到奖金的管理人员必须证明他们有真实的职位，并且与奖金相称。管理人员的留用奖金不能超过非管理人员平均留用奖金的 10 倍。

2005 年颁布的法律中另外一项变动是要求相关债务人在公司申请破产后 7 个月内决定是接受还是拒绝协议。这个要求对零售行业来说很重要。这迫使它们即使在整个重组计划没有完成和没有被批准的情况下也要作出一项长期承诺。新法律还有一项变动是要求债务人必须付清破产前 20 天内收到的商品的费用，这消除了进行第 11 章破产的一些好处。

重组与清算

《破产法典》中重组部分的目的是允许公司制定重组计划以继续维持经营。重组计划中应该包括重组设计者认为能够使公司扭亏为盈的必要改革。如果无法制定一份能使公司盈利的重组计划，那么公司就只能进行清算，出售资产并用出售所得偿还公司债务。

案例研究

威尔伯·罗斯：发现困难企业的价值

一些投资者擅长在出现困境的企业中发掘投资机会。罗思柴尔德公司（Roths-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

child）前任重组咨询师威尔伯·罗斯就是公司复苏领域的领袖人物。他在很短的时间内赢得了公司复苏领域广受欢迎的领袖称号。他在曼哈顿建立了自己的私人权益公司——罗斯公司（W. L. Ross & Co.），这家公司对那些亟须重组的企业进行投资。

美国的钢铁行业在20世纪80年代出现了经营困难。由于劳动力成本负担沉重加上车间生产缺乏效率，美国一些大规模的钢铁公司无法参与全球竞争，市场份额被日本与韩国等国的竞争对手抢走。罗斯在2002年以3.25亿美元购得克利夫兰（Cleveland）钢铁厂，并从中发现了商机。他不断地购买钢铁公司，并把这些钢铁公司整合成为国际钢铁集团（ISG）。随后他将这家公司公开上市，10个月后以高出成本42%的价格出售给了米塔尔钢铁公司。[①]因为ISG的加入，米塔尔钢铁公司成为世界上最大的钢铁公司。组成ISG的公司分别是LTV公司、伯利恒钢铁公司、阿克梅金属公司、韦尔顿钢铁公司和乔治敦钢铁公司（Georgetown Steel）。罗斯以21.65亿美元购得这五家公司并最终以51亿美元的价格出售给米塔尔公司。[②]

罗斯还成功地收购了出现危机的纺织企业。他巧妙地在伯林顿公司（Burlington）申请破产后以非常低廉的价格购买了公司的负债。2001年，他最终以6.14亿美元收购了这家破产的公司。

在钢铁行业和纺织行业中取得成功后，罗斯将他的目标锁定到陷入困境的汽车配件供应行业。这个行业与钢铁行业和纺织行业有很多共同之处，劳动力成本过高使这个行业中的公司无法与国际上许多劳动力成本低廉的竞争者相抗衡。2005年，罗斯通过购买欧洲的柯林斯—艾克曼公司（Collins and Aikman Corp.）等汽车配件公司成立了国际汽车零部件集团（International Auto Components Group，IAC）。如果遵循罗斯在其他困难行业中的投资模式，他会通过在汽车配件行业里的投资把几个弱小的企业整合成为一个更加富有效率的大公司，然后以很有赚头的价格出售掉。

① Heather Timmons, "Mergers Show Steel Industry is Still Worthy of Big Deals," *New York Times*, October 26, 2004, p. 1.

② Ibid.

重组程序

根据破产公司具体情况的不同，第11章重组程序会有所不同，但是绝大多数第11章破产都具有一些共同的重要特征。下面我们进行详细讨论。

破产申请与申报

从公司正式向破产法庭递交破产申请（petition for relief）开始，就进入了公司重组的程序。在申请中债务人应当提交包括所有债权人和证券持有人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的名单，还应附上标准财务报表，包括利润表和资产负债表。然后由法庭确定债权人提交索偿权证明（proofs of claim）的截止日期。公司在继续经营的同时要着手制定一份重组计划。与人们通常认为的不同，此时法庭并不进行财务检查来确定债务人是否真的无力偿还到期债务。

破产申请通常要递交给债务人总部所在地的联邦地区法庭。申报完成后，法庭会对这个案件进行编号，建立相应的法庭档案并指派一名破产法官。

申报地点

破产申报的地点通常会选择特拉华州和纽约州的南部地区。与在哪里成立公司的决策不同，公司通常会选择总部所在地区或者经营集中地区进行破产申报。虽然破产法是联邦法而不是州立法，但是公司仍然可以在联邦法院体系下自主选择申报地点。有证据表明，如果在特拉华州进行重组的公司后来再次申报第 11 章破产，那么它们仍然愿意在该州进行申报。[①] 也有人认为，没有足够的证据可以表明公司选择特拉华州进行破产申报会给债权人造成任何损失。[②]

持有资产债务人

递交破产申请后的公司被称作持有资产债务人（debtor in possession，DIP）。这是一个新的法人实体，但实际上它通常仍然是原来的那家公司——管理层相同，员工也相同。从债权人角度来看，在重组计划的制定过程中，公司仍然由那些把经营带入财务困境的原班人马运行，这是破产程序中的问题之一。

如果债权人强烈反对债务人原来的管理层继续掌管公司，那么他们可以向法庭提出申请，要求法院指派受托人（trustee）和检查人（examiner）接管公司。在某些情况下，比如可能存在舞弊行为或者债务人的董事会或管理层不称职，法庭就会同意债权人的申请。受托人的职责是监督破产过程中公司的运作，而指定检查人通常是为了调查一些特殊问题。如果法庭不同意指派一名受托人，那么通常会指派一名检查人。

自动免责条款

法庭接受破产申请后就会宣告公司进入自动免责状态（automatic stay），

---

① Theodore Eisenberg and Lynn M. Pucki, "Shopping for Judges: An Empirical Analysis of Venue Choice in Large Chapter 11 Reorganizations," *Cornell Law Review*, 1999.

② David A. Skeel, "What's So Bad About Delaware?" *Vanderbilt Law Review*, 54, March 2001, 309-329.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是债务人能够从第 11 章破产中获得的主要好处之一。在自动免责期间，任何正在进行的法律程序和已作出裁决的执行都要暂停，债权人不能扣押债务人的资产或者要求债务人清偿债务。如果债权人希望摆脱自动免责条款的束缚，那么可以向法庭申请召开听证会。如果债权人可以让法庭确信，抵押给他们的那部分资产并不是公司继续经营所必需的，或者债务人对这些资产没有所有权，那么他们就有可能豁免自动免责条款。

重组程序的时间表

表 11—6 列出了第 11 章破产程序中的一些重要事件和日期。在递交第 11 章破产申请后 10 日内，债务人必须向法庭提交一份资产与负债清单，清单中必须包括每一位债权人的名称和地址。第二个重要的日期是截止日（bar date），即那些存在争议或者拥有或有索偿权的债权人提交索偿权证明的截止日期。索偿权证明是一份阐明债务人对特定债权人所欠债务的书面文件。如果债权人没有在截止日期前提交这份证明，那么就会丧失索赔权。不过，其他的利益索取者会被自动视为已提交索偿权证明。截止日之后，重要的日期就是与重组计划的申报和批准相关的日期了。

表 11—6　　第 11 章破产重组中重要事件与日期的时间表

1. 递交第 11 章破产申请
2. 递交资产与负债清单
3. 截止日
4. 递交重组计划和披露声明
5. 举行关于披露声明的听证会
6. 就重组计划进行表决
7. 举行计划落实听证会
8. 计划生效日/按计划分配各种索偿权

第 11 章程序持续的时间

新生代有关公司的研究表明，在 1982—2004 年间，第 11 章破产程序的持续时间平均为 16.4 个月。不过，近年来这一持续时间有缩短的趋势，例如 1996—2000 年间的平均持续时间为 14 个月。

债权人对抵押品的使用

第 11 章破产程序允许持有资产债务人使用抵押给债权人的资产，只要自动免责条款生效，债权人就不得占有这些资产。不过这并不意味着债务人可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以自由使用这些资产，他们必须为继续使用这些资产付出一定的代价，比如向债权人按期（月）付款等。

持有资产债务人的责任

在公司递交破产申请之后，法庭会开出一些目录表，罗列各种报告要求。例如，债务人必须在每个月结束后的 15 天内提供月度财务报表。除了联邦法律规定的要求外，各联邦地区法庭还可能有额外的报告要求。例如，纽约州南部地区法庭就有要求公司披露更多信息和公开银行账户的地方性规定。

债权人委员会

在破产申请后 20～40 日内通常会召开一次债权人会议。会议由美国的“政府受托人”（U. S. Trustee）召集，通常就在他或她的办公室举行。债务方公司及其主要管理人员必须出席这次会议。全体债权人都可以参加这次会议，并可以就他们关心的特定问题向债务人询问。

在规模较大的破产案件中会成立债权人委员会。如果债权人愿意，委员会通常由那些最大的债权人组成。债权人委员会与政府受托人一起对债务人的行为进行监督，确保公司没有从事任何可能给债权人利益带来负面影响的活动。债权人委员会可以在重组过程中聘请法律顾问、会计师和其他财务专家来代表他们的利益，聘请专业人员的费用由债务人承担。

破产案件的规模越大，成立多个委员会的可能性就越大，例如股东委员会或者不同类型的债权人委员会，比如债券持有人委员会等，代表公司现有的各种形式的负债。例如，在康波公司的巨型破产案件中，就成立了多个委员会。康波公司的两家子公司——联邦百货公司（Federated Department Stores, Inc.）和联合商店公司（Allied Stores Corp.）在申请破产的过程中成立了好几个委员会，包括一个债券持有人委员会和两个贸易债权人委员会。法庭在每个委员会中都指定了一名情况相似但部门交叉的债权人。在康波公司破产期间，公司的政府受托人康拉德·J·摩根斯顿（Conrad J. Morgenstern）的办公室一度挤满了想要参加委员会的债券持有人。不过在较小规模的破产案中，债权人可能对组建委员会的兴趣不大。

债务人的行为及其监管

在重组过程中债务人可以继续经营企业。法律规定债务人如果要进行任何不属于常规经营的特殊活动，比如资产或者权益的出售，都必须事先获得破产法庭的批准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从技术层面上说，对债务人进行监管是法官和债权人的责任，必要时他们可以从其他渠道，比如法律专家、会计专家及其他财务专家那里获得帮助。但实际上法官和债权人通常既没有什么渠道也没有什么时间对债务人进行严密监管，而且即使债务人的一些行为得不到债权人的同意，他们也可以说服法官，让法官相信这些行为是公司存续经营所必需的，即如果法庭不允许从事这些活动，那么公司的经营就难以为继。这样一来，法官就陷入了只能凭借有限信息进行裁定的境地。如果法官错误地否决债务人的要求，公司就可能无法继续经营，从而造成危机并使员工蒙受损失。出于这个原因，债务人通常会获得很大的自由行动空间，只有在公司要求的行为明显不合理时才会遭到法庭的否决。

排他期

在公司递交破产申请和进入自动免责期之后，只有债务人有权呈报重组计划，这段时间最初定为 120 天，被称为排他期（exclusivity period）。但是只有极少数公司能够在这个规定期间内递交重组计划，在大规模的破产案件中更是这样。债务人通常会申请一次或几次延期。要有合适的理由才可以获准延期，不过获准延期并不是太困难。但是，《2005 年防止滥用破产与消费者保护法案》规定了排他期最多不能超过 18 个月。

申请破产后信贷的获得

濒临破产的公司面临的问题之一是很难获得信贷。如果商业债权人担心公司会破产，他们就会拒绝提供任何新的贷款。对那些需要依靠商业信贷维持生计的公司来说，这无疑是加快了它们破产的进程。

为了帮助濒临破产的公司获得必需的信贷，《破产法典》规定，在破产申报后为公司提供信贷的债权人享有优先权利，即申请破产后发生的债权比以前发生的债权享有优先索偿权。具有讽刺意味的是，这个规定使许多债权人只有在公司申请破产后才愿意提供信贷，其目的就是为了获得优先索偿权。

重组计划

作为披露声明（disclosure statement）文件的一部分，重组计划看起来有些像招股说明书。在规模较大的破产案件中，重组计划通常是一份很长的文件，其中包括挽救公司的各种方案。重组计划需要递交给所有的债权人委员会和股东委员会。只有在得到股东和各类债权人的批准后，该计划才算获得批准。在每一类利益人的内部，如果同意重组计划的成员在人数方面达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到一半以上，在持有金额方面达到 2/3 以上，那么这项计划就认为被批准了。重组计划一旦获得批准，即使是反对者也要受到重组计划详细条目的约束。

重组计划获得批准后，紧接着要召开确认听证会。即使在重组计划获得一致同意的情况下，这次听证会也不是一项例行公事的程序。主持听证会的法官必须作出裁定，确认重组计划是否符合《破产法典》的规定。在重组计划经过听证会确认后，债务人就可以免除破产申报前的所有债务索偿和截至听证会前的其他债务索偿，但这并不意味着重组后的公司可以不用清偿以前的债务，而是意味着公司发行新的债务来代替以前的债务。在理想的情况下，重组计划确认后公司的资本结构应该能够让公司保持足够的流动性来偿还新债和产生利润。

强迫接受

重组计划一旦获得通过，就会对公司中所有类别的证券持有者产生约束作用，即使那些证券持有者不同意该计划，这被称作强迫接受（cramdown）。如果重组计划得到了至少一类债权人的批准，并且法官认为被“强迫接受”的投资者不会受到不公平对待，就可以采取强迫接受的做法。这里的“不公平”是指破产等级中优先级较低的投资者在优先级较高的投资者得到 100% 支付以前获得优先支付。在优先级较低的投资者获得任何支付以前，必须确保优先级较高的投资者获得全额支付，这一索偿权顺序被称作绝对优先原则（absolute priority rule）。

由于立法者担心一小部分债权人可能会阻碍重组计划获得批准，从而损害绝大多数债权人的利益，因此产生了“强迫接受”的概念。① 法律通过赋予法庭“强迫接受”重组方案的权利，从而降低由于部分人员坚持不合作而阻碍重组进程的可能性。

重组计划的公平性与可行性

重组计划必须同时确保公平性与可行性。公平性是指严格按照优先等级行使索偿权，这在前面部分已经讨论过。可行性是指重组计划被确认后，公司能够合理生存下去的可能性。重组计划必须具备一些基本特征，例如必须保证充足的营运资本、合理的资本结构、债务负担不能过高、预期收入必须足够支付重组后负债形成的固定支出以及其他经营费用。

---

① Rosemary E. Williams and Daniel P. Jakala, *Bankruptcy Practice Handbook* (Deerfield, IL: Callaghan & Company, 1990), p. 11:54.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

破产申报前索偿权的部分满足

重组计划会提出一个公司可以承受的新资本结构，这通常意味着公司不会足额偿还所欠债权人的全部债务，而只能偿还其中一部分。例如，宾州中央铁路公司在经历了为期 8 年的破产程序后，最终确定向抵押债券持有人偿还占应还款项总额 10%的现金，这部分现金由出售资产得到，其余 90%的部分通过发行新的抵押债券、优先股和普通股来替换，每种形式各占 1/3。这个方案大大降低了宾州中央铁路公司的财务杠杆，因为抵押债券中有 10%已经用现金偿还，有 60%转化为优先股和普通股权。

第 11 章破产对债务人的好处

美国《破产法典》为债务人提供了大量的好处，表 11—7 列出了其中的一部分。这些好处包括债务人可以继续管理企业，经营受到的制约相对比较宽松。有些人批评这个破产程序，他们认为这个程序会以损害债权人的利益为代价过度偏袒债务人。[1] 但是法律的真正目的在于帮助债务人重新成为本行业中具有生存能力和生产能力的一员。

表 11—7　　申请第 11 章破产对债务人的好处

- 阻止债权人占有债务人的财产或者取消对债务人有利的合同以及对债务人提起诉讼的能力；
- 在不受债权人干预的情况下继续有效经营企业的能力；
- 通过提供与现有债权人同等级别或者优先级别的资产索偿权获得借款的能力；
- 避免在破产申报前发生某些转移的能力；
- 无担保债务从破产申请递交日起停止计息；
- 针对所有债权人提出和协商一套重组计划的能力；
- 促使那些持有异议的债权人遵守符合破产法规要求的重组计划的权力；
- 在重组计划下，破产法庭允许债务人解除破产申报前的所有债务索偿。

资料来源：William A. Slaughter and Linda G. Worton, "Workout or Bankruptcy?" in Dominic DiNapoli, Sanford C. Sigoloff, and Robert F. Cushman, eds., *Workouts and Turnarounds* (Homewood, IL: Business One Irwin, 1991), pp. 72～96。

① Lawrence H. Kallen, *Corporate Welfare: The Mega-Bankruptcies of the 80s and 90s* (New York: Lyle Stuart, 1991).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司规模与第 11 章破产的好处

公司在破产程序的保护下继续经营可以获得一系列特有的好处，这是显而易见的。但是规模较小的公司就不一定同样能获得破产程序给予大公司的好处。美国企业重建管理协会（Turnaround Management Association）的一项研究表明，公司经过第 11 章破产程序后继续存在的概率与公司规模正相关。[①] 如图 11—4 所示，收入超过 1 亿美元的大公司中有 69%的公司能够在经过第 11 章破产程序后生存下来，而收入少于 2 500 万美元的小公司中只有 30%的公司能够继续存在。

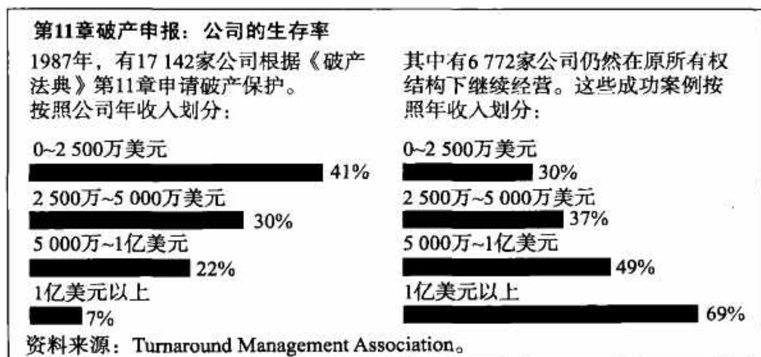


图 11—4 第 11 章破产公司的生存率与公司规模

由于规模不同而导致公司破产后生存概率不同的原因在于，大公司能够更好地满足第 11 章破产对于债务人一些额外的特殊要求。例如，破产程序需要投入大量的管理时间。破产前，管理层几乎把所有时间都投入经营管理中，企业尚且不能获得成功。现在管理层在经营企业的同时，还需要在破产诉讼上花费大量的时间。小公司管理团队的能力和管理深度比不上大公司，因此会面临更多的困难。

与大公司的收入水平相比，破产程序所需要的额外费用相对比较少，但这笔费用可能会让小公司无力负担。例如，劳伦斯·A·韦斯（Lawrence A. Weiss）研究报告，破产的直接成本平均为债务账面价值的 3.1%，再加上公司权益的市场价值。[②] 聘请专业人员的花费也很高，尤其是在大规模破产案件中，例如在佳斯迈威（Johns Manville）公司的破产案件中，为聘请专业人

---

① *Wall Street Journal*, July 14, 1988, p. 29.

② Lawrence A. Weiss, "Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims," *Journal of Financial Economics*, 27 (2), October 1990, 285 - 314.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员总共支付了将近 2 亿美元。[①] 对于资本微薄的小公司而言，成本率可能要比韦斯报告的平均水平高得多。由于上述原因，第 11 章破产对于一些大公司而言可能是很好的选择，但是对于一些小公司而言就未必。

第 11 章破产程序的经营预测

在完成第 11 章破产程序前，公司必须在重组计划中提出一定的财务和经营预测。这些预测包括资产负债表、利润表和现金流量表。米歇尔、谢克德和麦克休（Michel，Shaked and McHugh）对 1989—1995 年间 35 家申请第 11 章破产的公司进行了跟踪研究，发现公司通常高估这些预测——有时高估程度很高。[②] 例如，他们发现完成第 11 章破产程序后第一年的实际销售额通常低于预测销售额。在一些案例中，预测值的高估能够达到 20%之多。

破产后公司的资本结构和经营成功

破产后公司的资本结构必须能够使公司生存下来。资本结构中不能有过重的债务负担从而阻碍公司长期的生存能力。但是，在第五次并购浪潮的泡沫破裂后，股市长期低迷，很多债权人不愿意接受风险相对比较大的股票，而要求债券。不幸的是，破产的公司就是因为无法偿还债务而不得不申请第 11 章破产。例如，美国钞票公司（American Banknote Corp.）在申请第 11 章破产前有 2.108 亿美元的负债，而重组完成后负债减少至 1.571 亿美元。[③] 毫不奇怪它会再次申请第 11 章破产。另外一个例子是飞马特控股公司（Thermadyne Holdings），在两次申请第 11 章破产后仍然背负巨额的债务。一个公司如果想获得成功，其负债数额必须在可承受范围内，这意味着要大幅度降低破产前的负债数额。

案例研究

德国 IHR PLATZ 公司的重组

在美国以外，持有资产债务人在公司重组过程中获得的保护程度非常有限。在许多国家，破产就意味着企业的清算。这会是整个社会的损失，因为这些公司如果可以重组，就可能继续生存下去。与清算相比，债权人也可能会从公司重组中获得更高的偿付。不过近来，一些国家开始放松它们的破产法律，允许公司进行美国式的重组。例如，德国在 1999 年修改了它的破产法，允许破产公司与它的

① William Slaughter and Linda Worton, "Workout or Bankruptcy?" in Dominic DiNapoli, Sanford C. Sigoloff, and Robert F. Cushman, eds., *Workouts and Turnarounds* (Homewood, IL: Business One Irwin, 1991), p. 87.

② Allen Michel, Isreal Shaked, and Christopher McHugh, "After Bankruptcy: Can Ugly Ducklings Turn into Swans?" *Financial Analysts Journal*, 54 (3), May/June 1998, 31-40.

③ Ben Fieldler, "Built to Fail," *The Deal*, July 10, 2005, 31-33.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债权人商定协议，在此期间由原来的管理者继续经营公司，而不是由法院指定的管理者来掌管经营权。公司和商业部门适应新的法律并认可破产公司有可能继续生存下去，这需要一定的时间。但是，有迹象表明这个适应过程已经开始了。例如，2005 年，高盛在伦敦的重组部门购买了无力偿还贷款的德国连锁药店 Ihr Platz 价值 1.2 亿欧元的银行负债。随后他们与债权人根据 1999 年的法律达成协议，德国投资者大都还没有采用这一法律。在与债权人达成协议期间，高盛的资深重组专家关闭了那些没有前途的药店。2006 年，高盛采用类似的策略以 5 700 万欧元的价格购买了德国火车模型制造者马克林控股公司（Marklin Holding GmbH）的债务。

预先打包破产

预先打包破产（prepackaged bankruptcy）是 20 世纪 80 年代后期出现的一种新的破产形式。到 1993 年，预先打包破产已经占到全部危机企业重组的 1/5。在整个 90 年代，预先打包破产占所有破产案件的 9.2%，2000 年则占当年所有破产案的 6.8%。

表 11—8 列出了一些规模最大的预先打包破产案件。在预先打包破产中，公司会在第 11 章破产申报前与债权人协商重组计划。理想的状况是债务人恳请债权人并与债权人达成谅解协议，使重组计划在破产申报后能够获得批准。在预先打包破产中各方会尽力在申报前通过重组方案的条款，这与第 11 章重组程序不同。在典型的第 11 章重组程序中，重组计划的制定与批准过程费时费力，只有在经过痛苦的谈判过程后才能达成相关条款。

表 11—8　　预先打包破产案件，1995—2001 年

公司名称	申请第 11 章破产日期	重组确定日
视听服务（Audio Visual Services）	2001-12-17	2002-02-27
金吉达品牌国际公司（Chiquita Brands，International）	2001-11-28	2002-08-11
爱纳科姆公司（Anacomp，Inc.）	2001-10-19	2001-12-12
帝王影院公司（Regal Cinemas，Inc.）	2001-10-11	2001-12-12
科卫通信（Covad Communications）	2001-08-15	2001-12-14
Drug Emporium，Inc.	2001-02-26	2002-08-30
费诺瓦集团（Finova Group，Inc.）	2001-03-07	2001-08-10
帝国糖业公司（Imperial Sugar Company）	2001-01-16	2001-08-07
德科拉工业公司（Decora Industries，Inc.）	2000-12-05	
联合艺术剧院（United Artists Theater）	2000-09-05	2001-01-22

资料来源：BankruptcyData.com，A Division of New Generation Research，Inc.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一起大规模预先打包破产案件是1986年克里斯特尔石油公司（Crystal Oil Company）的破产案。[①] 这是一家总部位于路易斯安那州的石油和天然气勘探公司，从申报破产到完成破产仅仅花费了三个月的时间，在此期间公司通过谈判调整了资本结构，将总负债由2.77亿美元降至1.29亿美元。[②] 与债务重组的典型做法一样，债权人在减让先前债务的同时获得了其他证券，比如股票、可转换债券和认股权证等。

预先打包破产的好处

预先打包破产程序的完成时间通常要大大短于典型的第11章破产程序，从而节省了时间和财务资源，这一点对陷入困境的债务人非常有利，因为他们希望能够保存财务资源并尽量减少在第11章破产程序中拖延的时间。[③] 此外，预先打包破产还减少了非破产自愿协议带来的不合作问题。因为在自愿协议中，债务人提出的重组计划需要获得全体债权人的批准，如果公司债权人的数目众多，那么获得大家的全体同意并不容易，在拥有许多小规模债权人的情况下更是如此。达成自愿协议的一种方式是公司偿还所有小规模债权人的全额债务，同时与持有绝大部分债务的几个主要债权人签订部分偿还的协议。

前面曾经提及，第11章破产重组计划的批准需要得到占总人数1/2以上和占总金额2/3以上的债权人的通过。当公司面临第11章破产申报的威胁时，债权人认识到一旦公司申报破产，重组计划就不再需要得到全体一致同意而只需符合上述批准要求。因此，如果公司真的面临破产申报的危险，那么在预先打包破产谈判过程中实际使用的往往就是上述破产申报后的投票要求。

提前投票与过后投票的预先打包破产

预先打包破产中的投票通过既可以在重组计划申报之前进行，也可以在申报之后进行。在提前投票的预先打包破产中，投票结果将与破产申请和重组计划一起申报；在过后投票的预先打包破产中，递交第11章破产申请后投票程序要受到破产法庭的监督。塔什吉安、利西和麦康奈尔（Tashjian, Lease and McConnell）对49家预先打包破产案件的研究表明，提前投票的预先打包破产在破产法庭上花费的时间较少，但是在申报前的谈判中花费的时

---

① John J. McConnell, "The Economics of Prepackaged Bankruptcy," *Journal of Applied Corporate Finance*, 4 (2), September 1991, 93－97.

② Ibid.

③ 批评第11章破产会给债务人带来好处的人们不同意这一点。他们主张一些申报第11章破产的公司喜欢《破产法典》为它们提供的保护，并尽可能长时间的去利用这些保护。因此，它们并不急于脱离第11章破产保护。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间较多。[①] 提前投票的预先打包破产花费的直接成本占总资产比率比较低，非权益债务的回收率比较高。

预先打包破产的税收优势

预先打包破产还能给公司带来税收方面的好处，因为非破产自愿协议与破产对净运营损失的处理方式不同。例如，如果公司与债权人谈判签订将债权转换为股权的自愿协议，并且原有股东在协议生效后对公司的所有权不足50%，那么公司可能失去报税时申报净运营亏损的权利。放弃这些应税亏损的递延会对公司未来的现金流产生不利影响。但是在破产中，如果法庭裁定公司已无力偿还债务，即公司的净资产为负，那么公司可以保留亏损递延的权利。根据贝特克（Betker）的估计，与非破产自愿协议相比，通过预先打包破产方式进行重组可以节约的未来税收的现值等于总资产的3%。[②]

如果债务人公司与债权人达成自愿协议，债权人同意取消一定比例的债务——比如1/3——这个部分是要作为应税收入纳税的。但是在破产情况下类似的债务重组就不必纳税。[③]

案例研究

奥奈达公司的预先打包破产

2006年，奥奈达（Oneida Ltd.）这家有着124年历史的银具、瓷器和水晶器皿制造商申请了第11章破产，其中包括预先打包破产方案。市场形势的变化对这家公司造成了很不利的影响，比如飞机上不再使用银制器具，以及百货商店整体销售疲软——百货商店是公司很重要的销售渠道。飞机上使用银制器具的数量降低与美国“9·11”袭击事件有关。为了应对公司出现的财务危机，奥奈达公司进行了裁员，但是仍然无法偿还所欠债务。

奥奈达公司在申请第11章破产之前曾试图努力打造一套新的财务结构。在这个过程中，摩根大通银行为奥奈达公司提供了4 000万美元的持有资产债务人担保。[①]摩根银行曾经在2004年为奥奈达公司的债务重新融资，使公司只剩下两种主要债务。在这次重新融资中，公司摆脱了3 000万美元的负债，作为交换，摩根得到公司62%的股权。但是，这次负债的减少还不足以让公司脱离破产的困境。2006年的预先打包破产方案让公司B类债务持有者获得新的股权来代替债务。而公司的A类债务则用瑞士信贷银行（Credit Suisse Group）提供的8 000万美元的滚动贷款和9 000万美元的6年期贷款来代替。[②]

---

① Elizabeth Tashjian, Ronald Lease, and John J. McConnell, "Prepacks: An Empirical Analysis of Prepackaged Bankruptcies," *Journal of Financial Economics*, 40 (10), January 1996, 135-162.

② Brian Betker, "An Empirical Examination of Prepackaged Bankruptcy," *Financial Management*, 24 (1), Spring 1995.

③ McConnell, "The Economics of Prepackaged Bankruptcy," pp. 93-97.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奥奈达公司预先打包破产的案例有许多值得思考的地方。其中之一就是这个案例证实了并不是所有的预先打包破产都会快捷顺利地完成重组。奥奈达公司没有任何无抵押债务，因此不需要成立无抵押债权人委员会，这使它比典型的重组更容易获得批准。此外，摩根，即公司申报破产前后的债权人，也是公司主要的股东。小股东对公司的估价与债权人和摩根的估价不同，小股东认为公司的价值大约为3亿美元，超过2.53亿美元的负债。[3]因此小股东要求成立一个能代表他们的股权持有者委员会，来负责分配这部分额外的公司价值。而另一方面，债权人对企业价值的估计仅为1.9亿美元，远远低于公司的负债。

如果提前打包破产能够在长期获得成功，那么公司就会拥有一个多姿多彩的历史并继续生存下去。奥奈达公司的前身是颇具争议的奥奈达公社（Oneida Community），在1848年由提倡完美主义理论的约翰·汉弗莱·诺伊斯（John Humphrey Noyes）创建。[4]他提倡公有形式的生活，主张废除私人财产和一夫一妻的婚姻制度。为了支持自己的发展，这个公社建立了各种企业，奥奈达公司就是其中的一个。

① Ben Fidler, "As Promised, Oneida Forks Over Prepack," *The Daily Deal*, March 21, 2006, 5.

② David Elman, "Oneida to File Chapter 11," *The Daily Deal*, March 14, 2006.

③ Ben Fidler, "Oneida Case Stalls Over Conflict, Valuation Issues," *The Daily Deal*, April 7, 2006, 1.

④ William Kates, "From Utopia to Despair, Oneida Ltd. Struggles to Survive," *Associated Press State and Local Wire*, May 15, 2004.

非破产自愿协议

非破产自愿协议（workout）是指债务人和债权人之间在破产程序之外通过谈判达成的协议。债务人可能会要求延长债务偿还期限，这被称作债务延期（extension），或者债务人说服债权人减少债务偿还数额，这被称作债务和解（composition）。非破产自愿协议与预先打包破产的不同之处在于前者的债务可能已经出现违约或者即将出现违约。在非破产自愿协议中，债务人必须想办法说服债权人，让他们相信与正式破产的条款相比，接受非破产自愿协议中的新条款能够使他们在财务上更加有利。

非破产自愿协议的好处

非破产自愿协议最主要的好处是成本低廉和灵活性强。[1] 从参与双方为达成协议所投入的资源数量来看，非破产自愿协议的成本对于债权人和债务人

① Slaughter and Worton, "Workout or Bankruptcy?" pp. 72 - 96.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来说都比较低。此外，非破产自愿协议的参与各方不用受到第 11 章破产法案的监管。只要参与各方同意，完全可以自由订立规则。非破产自愿协议也不用像破产过程那样接受公众的监督，比如公开会计记录等。非破产自愿协议还可以帮助债务人回避破产可能带来的经营混乱、员工流失和整体士气低落的负面影响。不过除了这些好处之外，非破产自愿协议也有一定的风险，其中最主要的风险是前面讨论过的出现有人坚持反对的情况，如果不能克服这个困难，就只能申请破产。

识别适合非破产自愿协议的公司

根据公司特定的财务状况和谈判各方的人员组成，在破产程序之外通过私下谈判达成协议不一定能获得成功。吉尔森、约翰和朗对 1978—1987 年间 169 起债务重组进行了研究，发现其中有 52.7%的公司最终还是破产了。[①] 他们还发现在重组消息披露前后两天内，重组成功的公司股票平均收益率为 21.6%，而没有达成非破产重组协议的公司股票平均收益率为 26.3%，这表明市场能够事先识别哪些公司可以最终达成协议。

关于自愿重组与第 11 章破产决策中交易成本作用的证据

吉尔森分析了 1980—1989 年间 108 家进行重组的上市公司，一些公司选择庭外进行债务重组（有 57 家），另外一些公司申请第 11 章破产重组（有 51 家）。[②] 研究发现，与申请第 11 章破产的公司相比，选择达成自愿重组协议的公司降低财务杠杆的能力要弱一些，他将此解释为自愿重组的交易成本更高。这些成本包括债权人不合作问题等，从而无法使全体债权人就协议内容达成共识。这个问题在小规模债权人身上表现得更为严重，他们可能故意阻挠协议的达成，直到自己获得更加优惠的条件。尽管一小部分这样的债权人未必能构成真正的威胁，但是当存在大量具有这种动机的债权人时，重组就会变得非常困难。自愿重组还可能遇到其他困难，比如在公司管理层享有明显信息优势的情况下，债权人可能不愿意把债券转换为股权，因为这种信息不对称可能使债权人无法准确估计以债权换得的股权价值。另外一个原因是机构投资者只愿意投资债券而不愿意投资股权，因此很可能不愿意主动成为股东。但是当公司进入第 11 章破产程序后，债务人的地位会得到改善，这些问题就不再重要。

---

① Stuart C. Gilson, Kose John, and Larry H. P. Lang, "Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default," *Journal of Financial Economics*, 27 (2), October 1990, 315 - 354.

② Stuart Gilson, "Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms," *Journal of Finance*, 52 (1), March 1997, 161 - 196.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例研究

萨比姆公司——收购计划失败后的破产

收购交易失败的公司，尤其是那些通过用大规模举债来完成收购交易的公司常常面临很高的破产风险。这是市场对拙劣的并购策略所给予的最为严厉的惩罚之一。萨比姆公司（Sunbeam Corp.）就遭遇了这样的命运。2001 年 2 月，它不得不在纽约州南部申请第 11 章破产保护。这家公司制造萨比姆牌器械、第一警报（First Alert）烟雾警报器和科尔曼（Coleman）户外用品等，破产申报文件中显示，公司的净资产为负值，其中资产为 29.6 亿美元，负债为 32 亿美元。由于无法承担自己积累起来的高达 25 亿美元的负债（其中一部分是由于失败的收购交易所导致），公司只好申请破产。

公司在 1998 年为实施三起收购交易向银行贷款 17 亿美元，这笔负债是公司财务压力的主要来源之一。在这些交易中，萨比姆公司收购了生产睡袋和其他户外用品的科尔曼公司、咖啡先生品牌（Mr. Coffee brand）的拥有者希格内什品牌公司（Signature Brands）和第一警报器公司（First Alert Company）。这些在本质上毫不相关的收购应该已经向投资者亮出了警示的红牌。银行贷款分别来自摩根士丹利添惠（Morgan Stanley Dean Witter）投资银行、第一联合银行（First Union Corp.）和美洲银行。萨比姆公司最终披露，在“公司复苏艺术家”艾伯特·邓洛普（Albert Dunlop）带领下，通过向零售商过量销售它们不需要的商品来提高短期收入。艾伯特又被称作“链锯艾尔”（Chainsaw Al），他因为拯救了斯科特纸业公司（Scott Paper Company）而出名。

萨比姆公司在 2002 年采取第 11 章破产的方式重组成为美国家居用品公司（American Household, Inc.）。公司的重组方案提出将债权转化为股权。2005 年，美国家居用品公司被位于纽约州的嘉顿公司（Jarden Corporation）的赖伊（Rye）以 7.456 亿美元的现金外加 1 亿美元负债的价格收购。[①]

① Terry Brennan, "Sunbeam Files for Chapter 11," *The Daily Deal*, February 7, 2001, p. 2.

破产后的并购

收购者有时可以从申报第 11 章破产的公司中发现极具吸引力的并购机会。重组方案本身可能也计划寻找愿意接管破产公司的收购者。例如，曾在 2000 年 9 月申报第 11 章破产的 Strouds 公司于 2001 年 3 月宣布，公司将被出售给 Strouds Acquisitions 公司，这是一家由位于奥兰治县的投资公司——Crut-tenden 合伙公司和 Strouds 公司高层管理人员共同掌管的公司。Strouds 公司经销床上用品、沐浴用具和其他纺织产品，在与床上用品公司（Bed Bath & Beyond, Inc.）和林纳公司（Linens'n Things, Inc.）的竞争中由于不堪重负而被迫申报破产。Strouds 公司在纳斯达克上市，在申报破产日拥有 70 家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分店，而在收购消息宣布日分店数目已减少为 50 家。在这次收购中，买方认为这笔开价 3 950 万美元的交易非常划算。另外一个例子是 2001 年 2 月美国航空公司（American Airlines）的母公司 AMR 公司打算以 5 亿美元外加一部分债务的价格把破产的子公司——环球航空公司（Trans World Airlines）出售。环球航空公司的主要资产是总部位于美国中部的圣路易斯中心（St. Louis hub）。

案例研究

兰珀特收购破产的卡马特公司，然后收购西尔斯公司

埃迪·兰珀特和他的对冲基金——ESL 投资公司（ESL Investments）携手收购卡马特是一个说明如何在破产过程中发现并购机会的经典案例。卡马特是位列沃尔玛和塔吉特之后的美国第三大零售商。它拥有 1 500 多家商店和 16 个分销中心。兰珀特只有能力收购 10 亿美元以下的大型困难零售商。他利用破产程序成为该公司最大的股东。他通过购买公司被降级了的债券和银行负债，然后以债权人的身份利用财务杠杆成为公司的控股股东。随着卡马特的问题被媒体广泛讨论，兰珀特以优惠的价格购买了这些负债。该公司最终在 2003 年 5 月完成破产程序，并交由兰珀特管理。

卡马特起源于 1899 年创建的克雷斯吉杂货连锁店（S. S. Kresge variety store chain）。第一家卡马特商店于 1962 年开张，当时只是克雷斯吉的一部分。20 世纪 70 年代末，卡马特远远领先于沃尔玛。但是，由于沃尔玛运用了积极的价格策略和明智的存货管理办法，卡马特在全美的市场占有率不断下跌。后来卡马特采取所谓的“永远是蓝光”（Blue Light Always）的促销战略与沃尔玛展开价格战，这个战略性的错误使两家公司之间的竞争达到顶峰。沃尔玛是一家非常精简的零售商，与卡马特相比，具有很大的成本优势。卡马特的成本结构使其根本就不可能赢得这场战争。2002 年 1 月，卡马特不得不申报第 11 章破产。

兰珀特明智地把卡马特出现的问题转变为对自己有利的机会。收购卡马特之前，兰珀特在汽车地带（AutoZone）公司拥有大约 27%的股权。他利用这个条件迫使管理层作出能够增加他和其他股东的投资价值的变革。他还利用自己持有的公司股份在董事会里谋得一个席位，并且安排一位自己更加喜欢的人（高盛的前任执行官——兰珀特曾在高盛工作过）担任公司的首席执行官。

埃迪·兰珀特的案例展示出一个具有优势地位的债权人可以对重组过程的效率和速度施加重大影响。当他发现公司的资源耗费在低效率的活动上时，比如付费给破产专家（报告称每个月的费用为 1 000 万～1 200 万美元），而破产专家无意尽早结束工作，这时他就会直接介入并要求管理层结束这些活动。兰珀特迫使公司退出第 11 章破产——公司在第 11 章破产中太过安逸了。他对管理层提出的重组计划不感兴趣，因为他对公司的未来有自己的战略安排。我们再一次看到大股东在促使公司走向正确的道路上所发挥的重要作用。

由一家对冲基金来收购如此大规模的公司是并购领域发生变化的一个标志。对冲基金的管理者不再只是寻求快速回报的短期投资者，他们现在成为积极的经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营者并且迈上了以前只有私人权益公司施展的舞台。

在 2004 年，兰珀特通过运作卡马特和零售巨人西尔斯公司的合并交易显示出自己与其他积极的对冲基金管理者的不同。合并的西尔斯公司的价值为 115 亿美元，这反映出由理查德·西尔斯在 1893 年创建的传奇性零售商的财富在逐渐缩水（参见案例研究：西尔斯——一个失败的多元化战略，第 4 章）。在交易进行的时候，家得宝（Home Depot）成为继沃尔玛之后的第二大零售商（见图 A）。而卡马特和西尔斯的收入和利润不断下滑，并且逐渐被沃尔玛等竞争者抢去市场份额（见图 B 和图 C）。卡马特无法解决自己的问题最终陷入破产。西尔斯公司虽然没有陷入破产，但是美国消费者越来越多地去郊区的大型商场购物，它看到自己的销售额不断下降，必须与大型商场进行合作，才能免于破产危机。兰珀特在西尔斯公司拥有大量的股权，他利用自己的股权促使两家公司合并，以期创建一家经营良好的大公司。但是这个过程非常困难，因为零售行业的竞争十分激烈，很多知名的公司都倒闭了。但是在兰珀特的监督下，管理层不会去从事给公司带来麻烦的、违反日常运营的业务。

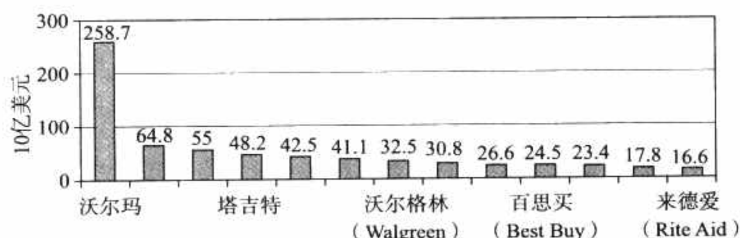


图 A　美国零售商的销售额排名，2003 年*

*不包括超市。

资料来源：*New York Times*，November 20，2004，p. C12。

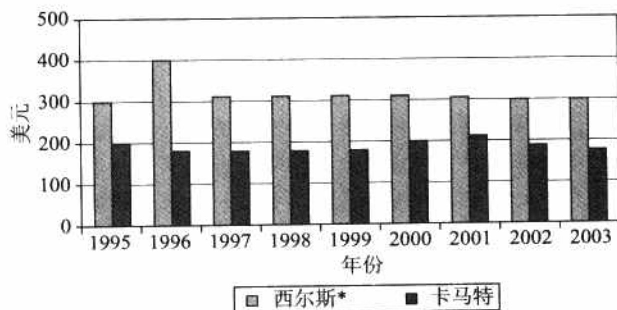


图 B　每平方英尺的年收入：西尔斯与卡马特比较

*不包括信用卡收入。

资料来源：*New York Times*，November 18，2004。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

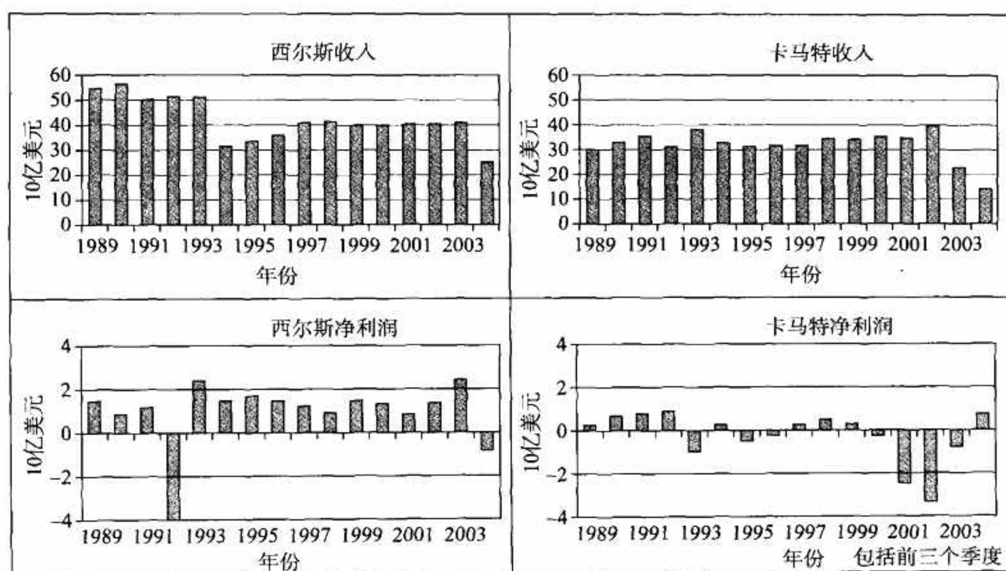


图 C　合并前西尔斯和卡马特经营状况比较

资料来源：*New York Times*，November 18，2004。

公司的控制权和违约

当出现违约时，公司通常会失去控制权，而控制权被转移到债权人手中。债权人可以获得违约公司董事会的席位，甚至要求更换管理层，债权人还可以要求获得债务人公司的股份作为其他让步协议的交换条件，比如债务金额减让。吉尔森分析了 1979—1985 年间 111 家出现严重财务危机的上市公司，在他的样本中，有 61 家公司进行了第 11 章破产申报，有 50 家进行了自愿债务重组。[①] 他发现平均而言，银行得到了这些发生危机公司 36%的股票。在公司摆脱破产危机或者通过谈判达成重组协议的两年后，这些公司的董事和首席执行官分别只有 46%和 43%仍然在任。而且，与其他公司的董事相比，从发生危机的公司中退职的董事在其他公司任职的机会要少得多。不出所料，在陷入危机期间，进行与并购相关的活动的公司寥寥无几。

① Stuart C. Gilson, "Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default," *Journal of Financial Economics*, 27 (2), October 1990, 355-388.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆收购与破产进程

如果进行了杠杆收购的公司申报第 11 章破产，那么杠杆收购前的债权人就会认为当初这项交易是不合适的，交易使股东获得溢价，而公司的资本却不足以偿付交易后的日常债务，结果债权人遭受了损失。因此债权人可能会以违反州公司法为名起诉公司，希望通过法律重新获取公司分配给股东的财富。例如，在特拉华州的法律体系下，如果进行股票回购损害或者将损害公司资本的充足程度，那么就不允许公司从事此类交易。[①] 除借助州法律体系下的补救措施之外，债权人还可以控告该收购交易是对资产的欺骗性转移，因此违反了联邦破产法。作为回应，债务人可能会辩解交易完成后公司仍然具有足够的清偿能力，而且交易时能够合理预期未来具有充足的现金流。为了支持自己的立场，债务人还可能出具一份由另外一家机构发布的偿付能力意见书（solvency opinion），分析公司在进行交易时的财务状况，证实公司具有偿付能力和充足的现金流。

诉讼债务与第 11 章破产

美国的"诉讼爆炸"使许多公司面临成百上千件法律起诉，典型的例子有石棉行业和烟草行业的诉讼。由于无法承担这些法律诉讼带来的财务压力，许多公司不得不申请破产保护以维持经营。化工产品与建筑产品制造商格雷斯公司就是这样一个例子。由于格雷斯公司面临的与石棉相关的诉讼案件日益增加，公司只能通过申请第 11 章破产来维持经营。表 11—9 列出了最近由于与石棉产品相关的诉讼债务而申请破产保护的一部分公司名单。

表 11—9　　由于与石棉产品相关的诉讼债务而申请第 11 章破产保护的公司

年份	公司	年份	公司
1976	North American Asbestos Corporation	2000	Stone and Webster
			Pittsburgh Corning
1982	UNR Industries		Owens Corning Fiberglass
	Johns-Manville		E. J. Bartells
	Amatex Corporation		Burns & Roe Enterprises
1983	Waterman Steamship Corp.		Babcock & Wilcox
	H&A Construction		Armstrong World Industries
1984	Wallace & Gale	2001	W. R. Grace
1985	Forty-Eight Insulations		Washington Group International
1986	United States Lines		U. S. Mineral

① Edward Shea, *The McGraw-Hill Guide to Acquiring and Divesting Businesses* (New York: McGraw-Hill, 1999), p. 430.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

年份	公司	年份	公司
	Standard Insulations Inc.		U. S. Gypsum
	Prudential Lines		Swan Transportation
	Pacor		Skinner Engine Company
1987	Todd Shipyards		G-I Holdings
	Nicolet		Federal Mogul
	Gatke Corp.		Eastco Industrial Safety Corporation
1988	Chemetron		Bethlehem Steel
	Brunswick Fabrications	2002	Western MacArthur
	Asbestec		Shook & Fletcher
1989	Raytech Corporation		Porter Hayden
	Lone Star Steel		Plibrico
	Hillsborough Holdings		North American Refractories (NARCO/RHI)
	Delaware Insulations		Kaiser Aluminum and Chemical
1990	Celotex		JT Thorpe
	National Gypsum		Harbison Walker
1991	Eagle Picher Industries		ARTRA (Synkoloid)
	H. K. Porter Co.		A. P. Green
1992	Cassiar Mines		AC&S
	Kentile Floors		A-Best
1993	American Shipbuilding	2003	CE Thurston
	Keene Corporation		Combustion Engineering
1995	Lykes Brothers Steamship		Congoleum
1996	Rock Wool Manufacturing		Kellogg Brown & Root/DII
1998	Atlas Corporation		Muralo
	Fuller-Austin Insulation	2004	Flintkote
	M. H. Detrick		Pfizer/Quigley
1999	Harnischfeger Industries		Utex Industries
	Rutland Fire & Clay		

资料来源：www. asbestos solution. org。

清　算

清算是陷入困境的公司最极端的出路，通常只有在自愿协议和重组都无法成功实施时，公司才会选择进行清算。在清算中，公司的资产会被出售，获得的收入用于偿还各项债务。出售交易必须符合《破产法典》第 7 章的监管要求，索偿权的优先次序如下：

- 有抵押担保的债权人（如果所欠金额超过抵押资产的出售所得，多出部分视同无抵押担保的索偿权）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 破产管理成本。
- 申请递交后的破产费用。
- 申请破产前 3 个月拖欠的员工工资（每人限额 2 000 美元）。
- 申请破产前 6 个月拖欠的员工福利计划（每人限额 2 000 美元）。
- 无抵押担保的客户存款（限额 900 美元）。
- 联邦税、州税和地方税。
- 未缴清的养老金义务（限额不超过优先股与普通股账面价值之和的 30%，超出部分视为无抵押担保的索偿权）。
- 无抵押担保的索偿权。
- 优先股股东（上限为股票面值）。
- 普通股股东。

对发生危机公司证券的投资

投资于发生危机公司发行的证券可能会获得极高的收益率，但前提是投资者愿意承担巨大的风险。危机证券（distressed securities）是指那些在债务清偿过程中出现违约或者已经申请第 11 章破产的公司发行的股票或债券。从 20 世纪 80 年代末到整个 90 年代，危机证券市场发展十分迅速。70 年代早期市场上还很难找到对破产公司证券的报价[①]，而到 80 年代这些报价已经变得相当常见，一些投资公司开始专门投资于危机证券，对持有的危机证券组合进行积极管理。

对冲基金一直以来都关注着危机证券市场，试图寻找价值被低估的证券。我们曾经看到埃迪·兰珀特是如何运用这个市场，以极为优惠的价格进行收购。这项业务充满风险，如果债务人的经营恶化并被清算，那么证券持有者很容易就会看到他们的投资失败。危机债券持有者试图利用破产程序把他们手中的折价债券和其他债券变成更加有价值的投资。他们常常可以在重组成功后的公司中获得相当大部分的股权，而重组后的资本结构可以让公司继续生存下去。

危机债券的收益率

危机债券的收益率具有独特的规律。赫拉德斯基和朗（Hradsky and Long）发现，大约在违约发生前 18 个月，随着市场开始流传发行公司情况不

① Dale Morse and Wayne Shaw, "Investing in Bankrupt Companies," *Journal of Finance*, 43 (5), December 1988, 1193－1206.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

佳的信息，债券收益率开始成为负数。[1] 违约前 5 个月，债券的收益率急剧下降，大约在违约发生后第 5 个月收益率达到最低值−40%左右（见图 11—5）。如果投资者在违约发生后购买债券，那么违约后两年内该债券的收益率大约为 7.5%。

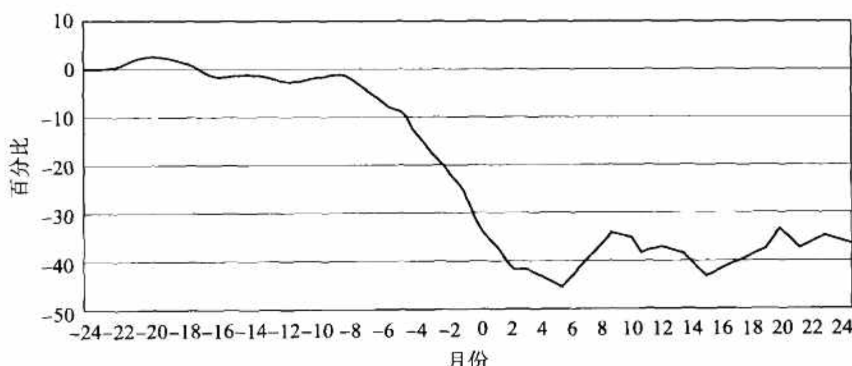


图 11—5 危机债券的收益率

资料来源：G. Hradsky and R. Long, "High Yield Default Losses and the Return Performance of Bankrupt Debt," *Financial Analysts Journal*, July/August 1989, 46。

奥尔特曼（Altman）建立了 1987 年 1 月—1990 年 7 月的违约债券指数。[2] 和预料的一样，他发现危机债券的收益率差异很大，1987 年和 1988 年的收益率分别高达 37.9%和 26.5%，在 1989 年收益率却低至 2.23%。他发现在这个期间违约债券的年平均收益率约为 10%，超出同期高收益债券指数 6.7%的年收益率。当然这只是对短期分析的结果，要据此得出长期结论必须十分慎重，但是奥尔特曼的研究确实证明了危机债券高风险高收益的特性。

奥尔特曼还分析了危机证券的投资收益率与其他主要投资类型收益率之间的相关性。根据投资组合理论，如果危机证券的收益率与投资组合中其他类型证券的收益率之间的相关性比较低，那么投资于危机证券可以分散投资组合的风险。[3] 研究结果表明，危机债券与高收益债券之间收益率的相关系数为 0.56，低于预期值（见表 11—10）。这表明高收益债券投资组合的管理者可能愿意在自己没有出现违约的高收益证券组合中加入危机债券，从而在分散风险的同时提高总体收益率。

---

① G. Hradsky and R. Long, "High Yield Default Losses and the Return Performance of Bankrupt Debt," *Financial Analysts Journal*, July/August 1989, 46.

② Edward I. Altman, "Investing in Distressed Securities," in Dominic DiNapoli, Sanford C. Sigoloff, and Robert F. Cushman, eds., *Workouts and Turnarounds* (Homewood, IL: Business One Irwin, 1991), pp. 663－685。

③ 有关投资组合理论的讨论，请参照 Sid Mittra and Chris Gassen, *Investment Analysis and Portfolio Management* (New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1981)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11—10 违约债券收益率与各种股票及高收益债券收益率之间的相关系数矩阵

1987—1990 年间月度收益率数据				
	违约债券	标准普尔 500 指数成分股	价值线成分股	美林高收益债券
违约债券	1.00	0.50	0.59	0.56
标准普尔 500 指数成分股	0.50	1.00	0.87	0.56
价值线成分股	0.59	0.87	1.00	0.69
美林高收益债券	0.56	0.56	0.69	1.00

资料来源：Edward I. Altman, "Investing in Distressed Securities," in Dominic DiNapoli, Sanford C. Sigoloff, and Robert F. Cushman, eds., *Workouts and Turnarounds* (Homewood, IL: Business One Irwin, 1991), pp. 663-685。

利用危机债券获取控制权的机会

根据第 11 章程序进行重组的公司会发生一些变化，其中的一个典型的变化是公司资本结构的改变，一部分债券被转换为股权，而原有股权可能部分甚至全部消失。债权人摇身一变成为公司的股东。有时候投资者购买危机债券可能就是为了获取公司的股权，这推动了索偿权交易（claims trading）市场的发展。第 11 章破产公司的投资者可以直接购买索偿权，也可以在公司为复苏筹集资金时购买破产公司的某个部分，或者为公司的重组计划提供资金。

这些机会主义投资者中最积极的一部分有时被称作"破产鲨鱼"（bankruptcy sharks）或者"兀鹰投资者"（vultures）。他们购买破产公司债务的目的在于获得公司的控制权。对于那些能够通过积极参与重组谈判过程获得所需控制权的投资者来说，这种策略可以带来高额回报。虽然破产公司的债券价格很低，但是进行谈判需要的时间很长，并且谈判结果往往很不确定，因此这种收购策略具有很高的风险。

案例研究

康波公司破产案

1988 年 1 月，康波公司收购了联合百货公司，联合百货公司当时的市场价值为 42.5 亿美元，其中包括 29.3 亿美元的股权和 13.3 亿美元的负债。康波公司报出的收购价格为 81.7 亿美元，是公司市值的两倍。这是一笔负债比例很高的交易，总价值中 97%的资金通过债务筹集。

20 世纪 90 年代初期，康波公司无法通过发行垃圾债券来偿还收购时欠下的债务和过桥贷款，因此在两年困难的经营后，康波公司被迫递交第 11 章破产重组申请。康波公司对联合百货公司的管理不尽如人意。康波公司的不当管理加上美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国经济形势整体衰退的负面影响，联合百货公司在1990年的圣诞节期间经营一败涂地。在完成收购到提出破产申请这段时间内，公司息税、折旧及摊销前收入不断下降。董事会罢免了罗伯特·康波的经营管理权限。公司的存货大量积压，不得不低价出售来清偿债务。

在破产过程中，由新任首席执行官艾伦·奎斯特姆（Allen Questrom）、总裁詹姆斯·齐默尔曼（James Zimmerman）和首席财务官罗纳德·泰索（Ronald Tysoe）组成的管理团队改进了经营效率，通过出售资产募集资金，并设法保持大多数百货连锁商店的管理团队基本完整。他们出售或者关闭了亏损的商店，对业务进行了流程化改造，并为需要改进的商店重新设计了经营模式。卡普兰认为，康波公司第11章破产重组进行得非常成功。[①]就价值损失来说，这次破产的成本并不算高。卡普兰比较了联合百货公司在康波公司破产后的价值和被收购前的价值。在计算破产后联合百货公司的价值时减去了破产成本并加上破产期间产生的现金流。如表A所示，在收购过程中，联合百货公司的市场价值从收购前的42.5亿美元上升到康波公司支付的81.7亿美元。使用上面提到的价值计算方法，卡普兰计算得出公司破产后的价值在调整市场波动前为78.1亿美元，调整市场波动后更高，为113.1亿美元。

卡普兰的分析表明，即使公司被证明没有足够的现金流来偿还负债，杠杆收购仍然可以增加公司的价值。康波公司由于无法偿还负债最终申请第11章破产，但是第11章破产程序不会使破产公司遭受价值损失。卡普兰并没有表示这是一个规律。他使用康波公司第11章重组的案例说明，如果能够正确实施破产程序，那么第11章破产不会导致公司价值的损失。

表A　被康波收购前后联合百货公司的价值和康波收购联合百货公司支付的价格

联合百货公司的经市场调整后价值和名义价值[a]：(A) 被康波公司收购并完成第11章破产重组后的价值；(B) 被康波公司收购前的价值；(C) 康波公司收购联合百货公司时支付的价格。被康波公司收购并完成第11章破产重组后联合百货公司的市场价值等于资产出售所得加上破产期间的现金流以及联合百货公司剩余资产价值的总和。所有的价值以10亿美元计。

	市场调整后价值 1987年12月	市场调整后价值 1992年2月	名义价值
(A) 被康波公司收购并完成第11章破产重组后联合百货公司的市场价值			
资产出售[b]	3.77	7.31	4.04
破产期间现金流	0.79	1.52	1.29
减去破产的直接成本[c]	(0.14)	(0.27)	(0.27)
剩余资产的价值	1.41	2.75	2.75
总价值	5.85	11.31	7.81

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(B) 被康波公司收购前的市场价值[d]	4.25	8.25	4.25
(C) 康波公司收购联合百货公司时支付的价格[e]	7.67	14.89	8.17

a. 1987 年 12 月的市场调整后价值等于实际价值从发生月份贴现到 1987 年 12 月 31 日的价值，贴现率采用标准普尔 500 指数的实际收益率。如果在 1988 年 1 月 1 日投资于标准普尔 500 指数，那么市场调整后价值就等于现金流发生当月的实际价值。1992 年 2 月的市场调整后价值等于实际价值从发生月份贴现到 1992 年 2 月，贴现率采用同期标准普尔 500 指数的实际收益率。

b. 资产出售所得是指联合百货公司在 1988 年 5 月—1989 年 2 月期间，部门出售的总价值。详见卡普兰的报告（1998）。

c. 破产期间的现金流等于 EBITDA 减去资本支出，减去运营资本净增加值，加上资产出售所得，再减去所付的税款。

d. 被康波公司收购前，联合百货公司在 1987 年 12 月 31 日的市场价值等于联合百货公司所有债务市场价值的总和。

e. 康波公司收购联合百货公司支付的价格，等于其支付的所有权益的市场价值和在 1988 年 5 月支付的相关费用以及 1988 年 1 月 30 日联合百货公司未偿债务账面价值的总和。

① Steven N. Kaplan, "Campeau' s Acquisition of Federated Stores," *Journal of Financial Economics*, 35 (1), February 1994, 123-136.

兀鹰投资者的作用与发生危机公司的控制权市场

霍奇基斯和穆拉戴安（Hotchkiss and Mooradian）分析了 1980—1993 年间 288 家出现债务违约的公司中兀鹰投资者对公司治理所发挥的作用。①研究表明，虽然他们的名声不佳，但是兀鹰投资者对提高重组后公司的业绩能起到正面的促进作用。霍奇基斯和穆拉戴安发现，如果兀鹰投资者成为公司的首席执行官或者以某种方式获得公司的控制权，那么重组后公司的经营业绩会超过公司违约前的水平。他们将此归功于兀鹰投资者较高的管理水平。有趣的是，霍奇基斯和穆拉戴安还发现，在兀鹰投资者控制下的公司进行第 11 章破产重组的比例更高（受兀鹰投资者控制的公司重组比例为 70.3%，而不受兀鹰投资者控制的公司该比例为 39%），这表明兀鹰投资者比管理层更强烈地希望从第 11 章破产程序中获得好处。

案例研究

俄罗斯式破产 —— 一种敌意收购工具（一套独特的规则）

有政治背景的债权人可以借助破产法对经营状况良好的公司实现敌意收购，这一做法被媒体称为"司法勒索"（legal extortion）。① 1998 年俄罗斯颁布了新的破产法，允许拖欠债务 5 000 美元以上超过 3 个月的公司被收购。这种拖欠债务的情况在俄罗斯并不罕见，因为许多公司甚至政府本身常常无法按时偿还债务。

① Edith S. Hotchkiss and Robert M. Mooradian, "Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms," *Journal of Financial Economics*, 43, 1997, 401-432.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在绝大多数发达国家的破产法中，仍有前途的公司可以被重组，没有前途的公司则被清算。但是在俄罗斯，有前途的公司也会被无所顾忌的投标者收购，收购者往往是公司的竞争对手。

在俄罗斯1992年的破产法中（这部法律是在苏联解体后通过的），债务人的优势地位非常明显，有时候债务人会借助法律赖掉一些能够偿付的债务。1998年版的法律试图纠正1992年破产法中的缺点，但是有些矫枉过正。设定的引起公司控制权收购的债务底线太低，于是收购专家们根据这个底线购买目标公司的债务，然后借此夺取公司的控制权。有些敌意收购者还借助政治力量来执行这些法律条款，这使得俄罗斯的企业破产率飞涨，从而为这个刚刚走上民主道路、发展资本主义的国家带来了新的问题。

① Sabrina Tavernise, "Using Bankruptcy as a Takeover Tool," *New York Times*, October 7, 2000, p. C1.

小 结

20世纪80年代，随着公司开始把《破产法典》第11章创造性地运用于公司财务领域，公司破产发生了重大变化。在特定情况下，第11章重组成为公司重组的一种方式，能给陷入危机中的公司带来显著的利益。通过制定重组方案，公司可以进行债务重组和其他形式的重组，比如出售资产为重组方案融资等。公司在提交第11章破产申请后进入自动免责状态，法庭规定在债务人（也许还有债权人）设计重组方案期间债权人不得有所行动。

在得到法庭批准之前，重组方案必须先得到债权人的批准。最初只有债务人能够提出重组方案，这段时间被称为排他期，为120天，不过法庭一般会批准延期。在排他期结束时，债权人若不满意债务人的计划，可以自行提出重组方案。重组方案必须经法庭认定为公平和可行的。即使方案没能征得各类债权人的批准，但是只要有一类债权人批准，那么不同意该方案的其他债权人也只能被迫接受。

预先打包破产在20世纪80年代末流行开来。在预先打包破产中，公司在破产前就要提出并批准重组方案。预先打包破产的破产进程要简短得多，因此对债务人业务经营的干扰比较小，债务人和债权人双方都可以从这种形式的重组中受益。这种方法还能带来非破产自愿协议所没有的税收优惠，非破产自愿协议是指不进行破产申报而自愿签署的重组协议。

对破产公司的证券包括股票和债券进行交易来实施收购的风险很高。危机证券的购买者可以参与破产程序，设法获得破产后公司的控制权。虽然这种方法可以以较低成本收购一家公司，但很难预期，对投资者而言充满了风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章

公司治理

过去的十年中，媒体上有很多关于公司治理的讨论，焦点主要集中在安然、阿德菲亚和世界通信公司的会计丑闻上。这些事件促使相关的法律和会计规则发生变革，公司需要向市场披露更加准确的财务数据。但是，有关并购的公司治理问题仍然没有受到足够的重视。许多并购活动在后来都产生了问题，这说明在并购领域，公司治理改革的道路仍然很漫长。

在本章中我们将讨论如何对公司进行治理。包括公司董事会的角色定位和董事会如何监管公司管理层，董事会如何组成和董事是如何选举产生的，好董事会与坏董事会的不同特点。我们发现，外部董事与内部董事的比例是辨别董事会优劣的一个重要因素。大量的研究证明，董事会的组成结构和董事的产生程序在提升股东价值方面起着非常重要的作用。如果董事会由大部分不听命于首席执行官的外部独立董事组成，那么这个董事会将最大限度地为股东利益服务。由于身份的独立性，独立董事能够自由问责公司管理层，客观衡量管理层的决策对股东财富的影响。独立董事对股东负有受托责任，独立性能够促使他们从股东利益出发作出客观决策。

失败的公司治理：会计丑闻

在近些年不断见诸报端的会计丑闻中，失败的公司治理无疑起到了关键的作用。鉴于这些灾难性的后果，我们很容易发现，公司管理层没有充分考虑股东的利益，同时公司董事会也没有敦促管理层为股东利益服务，其中最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极端的案例要数安然公司的会计丑闻。在20世纪90年代，安然公司发展成为美国最大的公司之一。但不幸的是，这家公司向市场披露的“令人骄傲的”财务数据中有一部分是通过“特殊目的实体”（special purpose entities，SPEs，安然公司组建的合伙公司）隐瞒公司实际债务、虚构公司盈利创造的虚假数据。[①] 当看到安然公司每位董事以现金和股票形式获得的平均薪酬价值380 619美元，位列当时美国公司董事薪酬的第七位时，人们不禁会问，为什么这些董事没有更好地对公司进行监督？[②]

令人烦恼的是，并不只有安然公司发生丑闻，有线电视公司阿德菲亚公司也向市场披露了错误的会计信息。公司高管约翰·里格斯（John Rigas）和他的儿子蒂莫西（Timothy）被控告共谋和欺诈罪，诉讼中发现，他们虚构了公司的客户数目，误导市场相信公司正在不断壮大规模和迅速发展。这是一个重要的公司价值评估问题，因为对有线电视公司采用的估值方法之一就是参考公司的客户数。[③] 另一个著名的会计操纵案例发生在“链锯艾尔”邓洛普领导下的萨比姆公司，该公司被指责通过把家电直接运送给客户来虚增销售额，客户虽然接受了萨比姆公司提供的库存产品，但实际上并没有现金销售发生。

一个与并购战略失败紧密相关的会计丑闻是世通公司的案例和公司里受到指控的CEO伯尼·埃博斯（Bernie Ebbers）。在第四次和第五次并购浪潮中，世通公司通过并购迅速发展成为世界通信领域的领头羊之一。但是这种通过并购形成的增长是不可持续的，埃博斯通过其他手段虚构公司本身不存在的利润，最后导致了世通公司的破产，这是有史以来最大规模的破产案件。该公司的倒塌和安然等事件导致了监管规则的改变，提高了人们对公司治理的重视程度。但遗憾的是，有关公司治理的讨论大都关注于公司的会计欺诈问题，而对公司实际热衷的并购与重组领域的监管却涉及甚少。对并购领域进行监管是一个重要的治理方向，必须提高对这方面的关注。在本章中我们将探讨如何对公司进行治理，如何通过提高公司治理水平实施成功的并购战略。有关世通公司的讨论大多关注于公司的财务数据造假问题，而对公司董事会不经过审查就提出的拙劣的并购战略和在优势已经消失的情况下仍然批准一系列收购的行为少有关注。公司的盈利实际上在不断减少，却通过一系列的收购活动制造公司业绩增长的虚假现象。公司总裁埃博斯擅长于并购交易却不擅长于公司的日常管理——尤其是管理一个数十亿美元的庞然大物。公司的董事会应该认识到这个问题，应该坚持让埃博斯把公司的日常管理交给更擅长经营大公司的管理者。最后董事会因为他们的玩忽职守向提起民事诉讼的股东们进行了赔偿。

---

① Bethany McLean and Peter Elkind, *The Smartest Guys in the Room: The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron* (New York: Portfolio/Penguin, 2003).

② Ivan Brick, Oded Palmon, and John K. Wald, "CEO Compensation, Director's Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism," unpublished paper, available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=303 574 or DOI: 10.2139/ssrn.303574.

③ Barry Meier, "2 Guilty in Fraud at Cable Giant," *New York Times*, July 9, 2004, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

萨班斯-奥克斯利法案

上文提到的在美国发生的会计丑闻促进了财务信息披露立法的完善，从而产生了萨班斯-奥克斯利法案，该法案于2002年7月颁布。这部法案改变了公司披露财务信息的方法和公司财务审计的方法。法案的重大突破之一是减少了潜在的利益冲突。法案限制审计方在被审计公司开展其他业务来获取收益，比如开展咨询业务。这限制了审计方通过提供客户偏好的财务数据来换取更多非审计业务的能力。现在，审计方将更加独立——这也是公司治理改革中流行的讨论主题。

萨班斯-奥克斯利法案同时关注投资银行的角色和它们与经纪公司的关系。由于金融服务业和银行业的快速发展，金融机构发展更加多元化，投资银行和经纪公司同属一个金融巨头的情况并不少见。美林银行和花旗银行就是这种多元化经营的金融机构。法律关注投资银行家们的利益冲突，他们可以利用自己的优势地位影响有关证券投资的研究报告。人们认识到投资银行拓展自己的业务和证券公司必须发布客观的研究报告之间的密切联系会产生潜在的利益冲突。多元化经营的金融机构要向客户就证券投资收益提供客观建议，但同时又希望客户从自己手中购买证券，从而使自己获得承销费用的收入，这一直都是冲突的根源。萨班斯法案虽然没有彻底消除这种潜在的利益冲突，但是对试图欺骗投资者的公司施加了更大的压力。

萨班斯-奥克斯利法案另一个主要的变革是要求公司首席执行官和首席财务官对公司向市场披露的财务报告提供个人担保，保证自己认为财务报告没有重大虚假陈述。法案规定如果财务报告因为存在重大虚假陈述而需要重新编制，那么首席执行官和首席财务官的奖金和薪酬要被没收。财务报告必须提供更加准确的披露，特别是资产负债表外影响投资者解读公司财务数据的项目。这是为了防止类似安然事件的发生，即通过披露不完整的财务信息欺骗投资者。

萨班斯-奥克斯利法案404条款要求公司实施内部控制审计以防止类似于安然事件的发生。在法案最初制定时，这项条款并没有引起人们很多的注意。但是，当公司现在必须遵守执行时，美国企业界发起了强烈的反对。内部控制审计必须遵照美国上市公司会计监督委员会（Public Company Accounting Oversight Board，PCAOB）颁布的审计标准第2号执行。作为审计过程的一部分，公司必须报告自己是否在相关的控制环节发现重大弱点并提出整改措施。为了避免被认为公司不遵守法规要求，公司可以披露原本认为不是问题的可能弱点。当内控弱点被披露后，股票价格就会下跌，因此一些公司认为遵守404条款"失大于得"，但是不能就此认为404条款是不利的。显然，萨班斯-奥克斯利法案增加了上市公司的成本，这些成本大多是固定成本或者半

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

固定成本，对于小规模上市公司而言，成本比例有些过高。美国审计署的研究也证明了这一点。

公司认为问题不在于404条款的措辞而在于其实施。这项条款对小规模上市公司造成的成本负担要远远大于对大规模上市公司造成的成本负担。上市公司对此已经作出了一定的反应，在纳斯达克和纽约证券交易所新上市的公司与在伦敦和香港证券交易所新上市的公司相比，数量有所减少。美国监管者对此表示同情并且发布了一些新的指引。

在过去几年美国媒体大量关注公司治理改革的时候，有些国家已经在公司治理和公司信息披露方面进行了重大变革。例如，一家日本的会计公司——中央青山普华永道公司（ChuoAoyamaPriceWaterhouseCoopers）被日本金融监管机构——日本金融厅要求暂停营业。金融厅作出这个处罚是因为该公司的一些上市公司客户出具了虚假的财务报告。日本，这个正不断实施重大变革的经济体，同样也在改革公司法，引入与萨班斯-奥克斯利法案相似的内容。例如，公司法要求公司建立内部控制制度以保证所披露财务信息的准确性。另外，东京交易所已经积极地要求那些没有向金融市场提供准确财务信息的公司退市。

其他监管措施的改革

除了这些正式的法律变更以外，会计行业也在积极改革自己的职业标准。作为变革的一部分，美国成立了上市公司会计监督委员会。该委员会是监管上市公司审计事务的非营利性组织。每个从事审计业务的事务所都必须在该委员会登记。委员会同时对上市公司审计委员会进行监督，要求上市公司审计委员会证明自己的专业能力。

会计职业界也在注意纠正不正确的信息披露，并深入会计人员的教育和培训中。会计职业界正在倡导建立更加严格的审计标准。但是，法律和会计行业的改革并没有直接涉及与并购相关的公司治理问题。并购领域的问题比较难以监管，它们不像发现财务报告中的虚假数据那样简单明显，而是涉及阻止一项不符合股东利益的交易，这个过程需要确认公司追求的最佳长期战略符合股东利益最大化，这不是一个通过简单制定规则就能完成的过程。较好的并购治理方案在于选择合适的公司董事，将具有高度责任心和经验丰富的董事放到最合适的董事会位置，时刻监督公司管理层，以保证公司为股东利益最大化服务。

公司治理

在独资企业、合伙企业和公司这三种企业形式中，公司是一种主要的企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业组织形式。追根溯源，公司是在很多世纪以前就已经产生的一种经济组织，最初是为了吸引资本投资于高风险行业，比如遭受恶劣天气、海盗袭击等影响的海运行业。最早产生的公司有 1555 年的 Moscovy 公司、1577 年的西班牙公司（Spanish Company）和 1601 年的荷兰东印度公司（Dutch East India Company）。[①]

由于公司的股东只要以其投资额为限对公司承担有限责任，这提高了股东投资于公司的积极性。一般而言，股东的私人财产不受公司诉讼的影响，而独资企业和合伙企业的所有者需要用私人财产对企业债务承担责任，这是公司与独资企业、合伙企业的本质区别。但是近年来简单的合伙企业产生了变形，合伙人对债务所负的责任也有了一定程度的限制。如图 12—1 所示，最普遍的企业形式是公司，按照经营业务的美元价值，公司是占据绝对比例的经济组织形式。

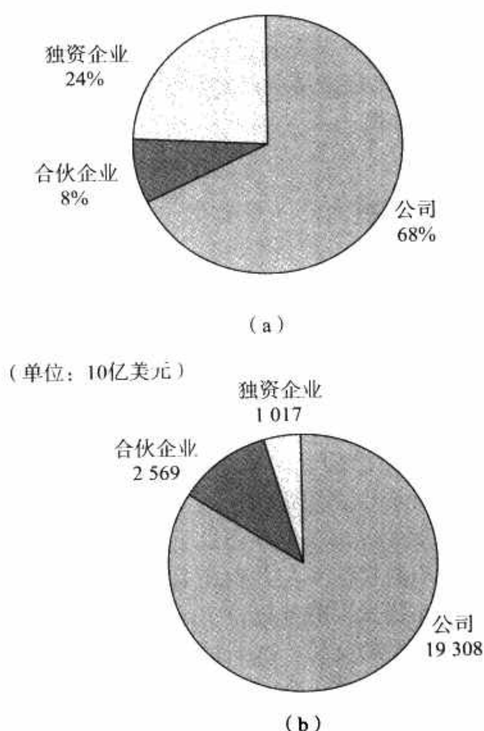


图 12—1　(a) 企业雇员比例；(b) 业务收入（2001 年）

资料来源：(a) "Special Tabulations of 2000 Country Business Patterns," U. S. Census; (b) "Statistical Abstract of the United States: 2001, Business Enterprise," p. 483。

① Jack Beatty, "Of Huge and Greatness," in Jack Beatty ed., *Colossus* (New York: Broadway Books, 2001), p. 6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管有限责任制带来好处，但公司股东将面临不得不选择其他人来代表他们的利益的问题。这通常通过由股东选举董事会的方式来解决。这些董事反过来又选择经理们来负责公司的日常经营管理。



图 12—2　流程图：管理层、董事会和股东

公司民主

公司民主与政治学中的民主程序不同。公司董事的选举一般很少有人参与竞选。虽然股东是公司的实际所有人，但是股东在选举董事的时候，一般只有两种选择：同意候选人或者放弃表决权。有时候放弃表决权被看做是向公司董事会和管理层表达不满的一种方式。迪士尼公司股东大比例放弃他们对公司总裁迈克尔·艾斯纳的支持，最终导致高薪的迈克尔·艾斯纳离职。

近年来，有些关于把公司董事的选举体制从相对多数转变为绝对多数的讨论。在一些令人尴尬的公司选举中，很多股东因为对公司董事会和管理层的失望而放弃了投票权，但是被提名的候选人由于得到投票股东相对多数的支持而“赢”得了董事席位，因此许多股东呼吁董事必须取得绝大部分股东的支持才能获得董事席位。

放弃投票权是选择之一，但是如果股东希望改选董事会，也可以采用代理权竞争的方式。第 6 章讨论过，代理权竞争的成本是昂贵的，反对者通常并不能获得成功。公司提出的董事候选人名单一般没有其他替代人选，反对者如果想要股东们投票支持自己提名的董事，就必须让股东们确信自己提名的候选董事是维护股东利益的最佳人选，这项行动的成本需要反对者自己承担。美国证券交易委员会前主席威廉·唐纳森曾建议，作为一个部分解决方案，机构投资者可以提名一个所谓的“董事候选人名单”，以便取得董事会的少数席位，但是这项建议遭到了美国企业界的强烈反对。

代理成本

在小规模的公司中，股东可以自己选择公司的管理层。在这种情形下，公司管理层不太会作出有悖股东利益最大化的行为。但是在大规模的公司中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单个股东往往只持有公司很小一部分的股票。当股东持有投资组合时，某个公司的股票更是只占整个投资组合的很小一部分，这就使得公司股东不会有很大的积极性去监督公司的经营运作。此外，即使他们愿意付出时间去监管，但是由于持股比例小，也很少有能力对公司的经营施加影响。因此股东不得不寄希望于公司管理层会依照股东利益最大化的原则管理公司。股东主要担心的是，公司管理层有自己的私人目标，可能不会按照股东利益最大化的原则去管理公司。即使管理层实施有悖股东利益的公司政策，股东也会因为持股比例太小而难以推翻管理层的决策，于是股东寄希望于公司董事会，希望董事会能够有效地监管公司管理层，从而为股东的集体利益服务，这就是公司董事会受托责任的实质。如果董事不够尽职，没有要求公司管理层为股东利益服务，那么就违背了他们肩负的受托责任。

20 世纪 70 年代和 80 年代，代理成本理论开始流行。然而在进入 21 世纪的今天，代理成本仍然是理论研究的前沿问题。这似乎是人类的本性，人类不可能将道德义务置于个人私利之上。董事的职位并不是一项全职工作，董事们还会有其他工作，包括有可能服务于其他公司董事会。一项针对董事的调查发现，董事们平均每年要参加 5～6 次董事会会议，平均每个月只有 19 个小时用于处理董事事务。[①] 因此董事们面临着一项重大的挑战，那就是如何分配自己用于监督公司管理层的时间，从而充分保证公司管理层依照股东利益最大化的原则行事。

因为董事不直接参与公司日常事务的管理，他们只是运用管理层周期性更新的信息和财务报告——比如季度财务报告反映的信息来监督管理层的业绩。即使有这样的报告体系，股东的代理人——公司管理层还是有机会牺牲股东利益，追求自己的私利。如果这种情况发生，那么就会产生代理成本。股东永远不可能将代理成本降低到零，因为代理成本总是在一定程度上存在。股东只能将代理成本降至最低或者可以接受的水平。控制代理成本的方法之一就是激励管理层为股东利益服务的积极性。一般而言，可以通过向管理层发放股票或者股票期权，使管理者在股东受益的同时自己受益，从而平衡公司管理层和股东的利益关系。[②] 2006 年美世咨询公司（Mercer Consulting）对公司 CEO 薪酬的调查结果显示，2005 年有 192 名公司 CEO 将手中的股票期权兑现，价值中值为 3 493 400 美元。[③] 有时候，管理层获得的期权价值可能会太高。2005 年，第一资本公司（Capital One）的 CEO 将股票期权兑现，获得的价值为 24 927 万美元。[④] 另一个通过兑现股票期权获得巨额收益的例子是迪士尼公司的 CEO 迈克尔·艾斯纳，1997 年，他兑现了价值超过 5 亿美元的

---

① "What Do Directors Think" Study: 2003, *Corporate Board Member*, July 2003.

② Michael Jensen and W. H. Meckling, "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, 305–360.

③ Joann Lublin, "Adding it All Up," *Wall Street Journal*, April 10, 2006, R1.

④ Ibid.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票期权。

授予股票期权曾经一度被吹捧为解决代理成本问题的好办法。但是随着20世纪末和21世纪初以来各种会计丑闻的公布于众，很多人开始怀疑是否有必要提供大量的股票期权。期权由公司董事会授予，由董事会薪酬委员会负责具体实施。一些公司在期权授予的时间设定上存在问题，故意使期权的授予时间接近公司股票价格的上升时期。另外，有些公司甚至让期权接受者自己选择授予的时间。一般而言，期权的兑现都需要一段时间，比如1年或者更长，执行价格根据期权授予当日的股票收盘价格确定。因此期权的正式授予日对其价值有着重大影响。近些年来，有关部门已经对这个问题加强了监管。

出于对授予管理层股票期权是否合适的怀疑，采用这种方法来降低代理成本已经不再那么流行了。从某种程度上说，这个解决方案本身变得比它要解决的问题更加复杂。

CEO 薪酬和代理成本

最近的一些会计丑闻使得人们更加关注早已引起注意的美国公司高管的薪酬问题。许多人质疑，公司高管获得的高额薪酬与他们为股东创造的价值相称吗？与欧洲和亚洲同行们的薪酬相比，美国公司高管的薪酬的确太高了。从韬睿（Towers Perrin）公司编辑的数据中可以很容易看到薪酬水平的巨大差异，2000年美国最大的365家上市公司CEO的平均薪酬为1 310万美元。在这项对超大型公司的调查中，CEO的薪酬水平是工人平均薪酬水平的531倍，在排名第二的巴西，这个比例是57倍。在其他发达国家中，英国是25倍，德国是11倍，日本是10倍。[①]韬睿公司其他更新的调查数据表明，上述差异正在缩小，但是仍然很巨大。如果只考虑一般大型公司的高管薪酬，那么美国CEO的平均薪酬是220万美元，而英国同行们拿到的只有他们的一半。[②] 发生这种现象的原因之一，是因为英国进行的公司法改革要求股东每年对高管薪酬进行投票表决。当我们看到机构投资者对英国公司的管理层挥舞着大棒时，就不难理解英国高管薪酬为何能得到较好的控制了。

类似的关于不同国家CEO薪酬差异的研究结果，在其他调查报告中也能发现。例如，调查表明美国公司CEO的薪酬与其他发达国家同行的薪酬差异巨大。凯文和墨菲（Canyon and Murphy）发现，英国前500强公司CEO的合计薪资是3.3亿英镑，其中7 400万英镑通过股票期权获得；而美国前500强公司CEO的合计薪资是32亿美元，其中20亿美元通过股票期权获得。[③] 采用不同数据的其

---

① Business Week Online, "Spreading the Yankee Way of Pay," April 18, 2001.

② Joanna L. Ossinger, "Poorer Relations: When it Comes to CEO Pay, Why Are the British So Different?" *Wall Street Journal*, April 10, 2006, R6.

③ Martin J. Canyon and Kevin Murphy, "The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and the United Kingdom," *The Economic Journal*, 110, November 2000, F640 - F671.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他调查同样表明，薪酬水平的差异虽然没有那么明显，但是美国公司 CEO 的薪酬远远高于其他国家，这个事实是存在的（见图 12—3）。①

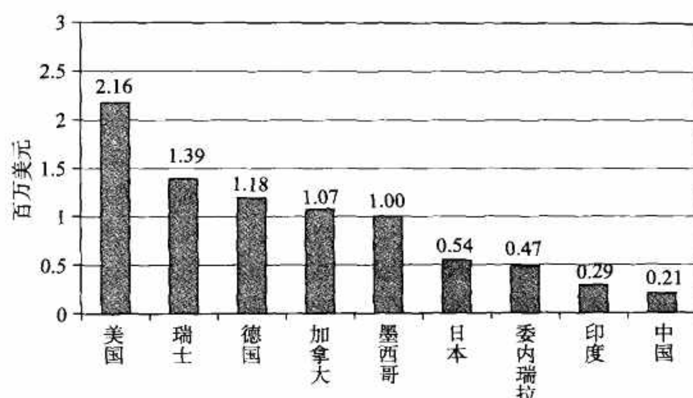


图 12—3 CEO 薪酬的国际比较

资料来源：Lauren Etter, "Are CEOs Worth Their Weight in Gold?", *Wall Street Journal*, *January* 21－22, 2006。

美国公司 CEO 与世界其他国家同行的薪资水平差异不能用生活成本的差异来解释。美国是世界上最富裕的经济体，但这不足以解释薪资水平的差异，因为 CEO 薪资水平的差异远远超出美国和其他国家经济规模的差异。尽管强大的经济体比其他小型经济体拥有更多大公司，但是肯定存在其他的因素导致美国公司 CEO 的薪资水平远远高于其他国家同等规模公司 CEO 的薪酬。假设公司 CEO 已经习惯于在国际标准下获得最高的薪酬，那么公司股东当然有权期待 CEO 能有超常的发挥作为交换条件。如果公司 CEO 在取得高额报酬的同时能够给股东创造出对应的收益，那么股东就没有理由对 CEO 怨声载道。但是当股东们的投资没有获得与 CEO 的天价薪酬相对称的回报时，他们就会非常失望。

正是因为美国公司的股东在付给 CEO 高额薪酬后没有得到充分的回报，高管的薪酬问题才受到额外关注，也就是如何通过公司治理控制 CEO 的薪酬，从而使他们获得的薪酬与为股东创造的价值相适应。科尔、霍斯奥森和拉克（Core, Holthausen and Larker）专门就 CEO 薪酬与董事会组成的关系进行了研究。② 他们以 3 年为时间段，一共分析了 205 家大型公司，涉及 14 个不同行业，他们的研究在 CEO 不同的薪酬水平与董事会的不同特征之间建立了联系。

从他们的研究结果中可以发现，规模越大的董事会效率越低，越容易受

① Laura Etter, "Are CEOs Worth Their Weight in Gold?", *Wall Street Journal*, January 21, 2006, A7.

② John E. Core, Robert W. Holtausen, and David Larker, *Journal of Financial Economics*, 51, 1999, 371－406.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到公司CEO的影响。[①] 这个结论是显而易见的，因为在大规模的董事会中，每位董事只占董事会很小的比例，通过董事会决议只需要很小比例的赞成票就可以。另外，他们还研究了董事会中外部董事的比例和“灰色”董事的数量。“灰色”董事是在服务于公司董事会获得董事报酬之外，还从公司获得其他收入的董事。研究发现，如果董事是受公司CEO任命当选的，那么CEO具有更强的话语权。他们还研究了交叉董事的问题，因为这些董事相对而言权力更小（有关交叉董事会的问题我们将在本章后面详细讨论）。他们的研究表明，CEO年龄过大（超过70岁）或者董事服务的董事会过多会给公司管理带来负面影响。[②]

科尔、霍斯奥森和拉克的研究符合人类的本性。他们的研究表明CEO薪酬与董事会中外部董事的比例成反比关系。他们还发现CEO薪酬与董事会规模和CEO提名的董事人数正相关。如果公司董事会中有“灰色”董事，董事年龄超过69岁，或者服务于3家以上的董事会，那么该公司CEO的薪酬也会偏高。CEO薪酬与CEO持有公司股票数量成反比。此外，如果外部股东持股比例高于5%，那么公司CEO的薪酬相对比较低。这些外部大股东有足够的力量审查公司CEO的薪酬水平。如果外部股东持股数量越少，那么他们越没有权力，或者越没有积极性去审查公司CEO的薪酬。本书前面章节已经讨论过外部大股东对阻止公司从事有损价值的交易起到了关键的作用。

管理层薪酬、兼并和接管

公司管理层经常能够从兼并与重组中获得个人利益。因为在公司CEO和其他高管与公司的聘用合同中，会包含如果公司控制权发生转移，那么他们有权获得大量补偿支付的条款。这样的条款也被称作“金色降落伞”。凯撒娱乐公司（Caesar’s Entertainment）的CEO华莱士·R·巴尔（Wallace R. Barr）的控制权转移条款就是这样的支付案例，他的聘用合同中包含这种控制权转移的补偿支付条款。有报道称，哈拉斯博彩公司（Harrah’s）在2004年7月上旬宣布以52亿美元收购凯撒公司，补偿支付条款为华莱士·R·巴尔提供了总价值约2 000万美元的绩效加速期权和股票。[③] 一般来说，股东不会对这些巨额支付表示反对意见。从理论上看，被收购公司的股东可以获得收购方支付的溢价，但是收购方掌管公司后会更换公司管理层，被收购公司原来的管理层将失去工作职位和薪酬。包含控制权转移后向管理层支

---

① David Yermack, “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors,” *Journal of Financial Economics*, 40, 1996, 185–211.

② A. Shivdasani, “Board Composition, Ownership Structure and Hostile Takeovers,” *Journal of Accounting and Economics*, 16, 1993, 167–198.

③ Gretchen Morgenson, “No Wonder CEOs Love Those Mergers,” *New York Times*, July 18, 2004, Sec. 3, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付高额补偿条款的聘用合同会帮助公司股东获得更多的控制权溢价。但是实践往往不是按照理论模式进行的。有时候，一些公司经理为了获得离职补偿，往往热衷于推动一些当时对公司股东来说不是利益最大化的交易。比如这样一个案例，2004 年加州公务员退休基金（California Public Employees Retirement System，CALPERS）在两家保健公司——Amthem 公司和康典公司（WellPoint Health Networks）的并购交易中投了反对票。两家公司由于控制权转移支付给高管的赔偿金合计大约有 2 亿美元。康典公司 CEO 伦纳德·谢弗（Leonard Schaeffer）通过多种服务协议，一个人就获得 4 700 万美元。这笔合并交易最终在 2004 年 11 月以总价值 208.8 亿美元完成。

因为被收购公司的 CEO 在并购交易谈判中是关键人物，所以高管的补偿问题很重要。虽然有关高管补偿的问题不应该是并购完成前讨论的话题，但是众所周知这个问题很关键。例如，在第四次并购浪潮中，美国家庭用品公司（American Home Products，现在称为惠氏公司）与孟山都公司（Monsanto）并购谈判的破裂就是因为这两家公司的 CEO 都不愿意放弃对合并后公司的管理权。① 高管补偿的问题本来应该放在并购对股东利益的影响之后，因为 CEO 在考虑自己的职业发展之前，要首先考虑公司股东的利益，将自己的职位和补偿等私利置于股东利益之上违反了自己应该承担的受托责任。但是我们不能天真地否认这种利益倒置现象，因此这是公司并购领域需要进行公司治理改革的一个重要方面。哈策尔、奥费克和耶麦克（Hartzell，Ofek and Yermack）对 1995－1997 年间 311 起重大的善意并购进行了分析。② 他们发现，被收购公司 CEO 的财富平均增长了 800 万～1 100 万美元。其中大部分收益来自股票和股票期权，以及通过“金色降落伞”获得的补偿支付。有些 CEO 甚至在并购交易的最后一分钟提高了“金色降落伞”的补偿支付额，作为他们支持并购交易的交换。虽然并购交易完成后，被收购公司 CEO 的离职率很高，但是仍然有将近一半的 CEO 会到收购方公司任职，而离职的 CEO 都获得了高额的补偿。

但是，上述研究不能直接说明公司 CEO 获得的高额补偿是以牺牲被收购公司的股东利益为代价的。要得出令人信服的对股东利益产生影响的结论，需要同时比较成功的和失败的公司收购交易。这样，才能比较在成功的收购案例中股东获得的溢价，以及 CEO 因为得不到足额的离职补偿而拒绝并购的“流失溢价”。

有一个潜在因素会阻止贪婪的公司管理层肆意扩大自己的经济补偿，那就是公司可能被其他公司收购。如果公司管理层不顾股东的反对，从公司中提取超额补偿或者为自己的私利而制定公司政策，那么公司就可能被外部收

① Thomas M. Burton and Elyse Tanouye, *Wall Street Journal*, October 13, 1998, p. B1.

② Jay Hartzell, Eli Ofek, and David Yermack, "What's In It for Me? CEOs Whose Firms Are Acquired," NYU Working Paper, August 2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购者敌意收购。阿格拉沃尔和克劳伯（Agrawal and Knoeber）对450家公司及其CEO薪酬进行了调查。[①] 他们将样本公司分为两类，一类公司的CEO受聘用合同或者“金色降落伞”的保护，在敌意收购后给予他们离职补偿，而另一类公司不提供这样的保护。收购者在收购完成后能够更换CEO，但是CEO的短期薪酬水平并没有受到很大的影响。他们的研究结论被称作“竞争效应”，就是管理层收到的补偿越低，公司被收购的威胁就更大。他们还发现，管理层受聘的公司面临的被收购风险越大，他们要求的离职补偿就越高，这被称作“风险效应”。显然，管理层很在意公司是否会被收购，这能使他们获得高额的收益。

案例研究

惠普—康柏并购案——股东们受损，CEO大赚

2005年2月，惠普公司董事会正式宣布公司结束与其明星CEO卡莉·菲奥里纳（Carly Fiorina）的聘用合同。菲奥里纳是美国电话电报公司和朗讯公司（Lucent）的前CEO，2001年9月她精心安排了惠普和康柏公司价值250亿美元的采用股票融资的兼并活动。惠普公司创始人的儿子——沃尔特·休利特（Walter Hewlett）当时曾竭力反对这项交易。菲奥里纳最后勉强赢得了股东对兼并交易的支持。当我们回顾这项兼并时，当初市场和反对股东们的质疑还是有一定根据的。菲奥里纳提出的兼并收益在两家互为竞争对手的电脑生产商合并后并没有实现。虽然在她的任期内惠普公司的收入稳定增长，但是公司的利润却很微薄。菲奥里纳推动惠普公司继续在商用电脑领域内向纵深发展，但是却不能像竞争对手戴尔公司那样获取利润。

菲奥里纳不满足于将公司业务仅仅集中在惠普比较成功的商业领域，比如打印机业务，而要将公司扩张至市场份额更大的商用电脑领域，但是这不利于为股东创造更大的价值。与康柏公司的兼并，只是增加了一家面临同样问题的公司。康柏公司本身就是以前康柏公司和数据设备公司兼并的产物。商用电脑领域本来就是一个“通货紧缩”的市场，市场竞争要求不断降低产品价格，而生产成本却在不断提高，这是一个非常难以取得成功的市场。值得注意的是，IBM这个商用电脑的创始者，在2005年将其商用电脑业务出售给了中国电脑生产商联想公司。

马克·赫德（Mark Hurd）接替了激进的菲奥里纳，赫德立刻将公司的战略重点从进行大手笔交易转变为降低成本，并将经营重点转移到公司擅长的业务领域如打印机等。现在判断这种战略转变的成功与否还为时尚早，但是一些初步结果显示这个转变是正确的。赫德把公司打印机业务和商用电脑业务进行了分拆，专注于解决电脑配件的问题。他大力削减生产成本，从不同供应商那里采购成本更低的电脑

---

① Anup Agrawal and Charles R. Knowber, “Managerial Compensation and the Threat of Takeover,” *Journal of Financial Economics*, 47, 1998, 219–239.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

配件，比如在AMD公司和英特尔公司（Intel）分别采购芯片。他同时努力发展与零售商的良好关系，而竞争对手戴尔公司就遇到了没有零售分销系统的麻烦。

具有讽刺意味的是，虽然菲奥里纳的管理给股东们带来了烦恼，但是她本人却在公司5年的任期内获益颇丰。据估计，在她卸职时可以获得一个超过2 000万美元的大红包。另外，康柏公司前CEO迈克尔·卡佩拉斯（Michael Capellas），在兼并后的惠普公司担任主席，虽然在合并后的公司内任职时间很短，但离开时收到了超过1 500万美元的收益。菲奥里纳在惠普公司时极力推崇这项兼并，但无疑是一个重大失败。当公司CEO以侵蚀股东利益为代价取得巨额个人补偿时，他们已经很少有积极性去追求公司其他的发展战略。解决问题的方法之一是将CEO薪酬与公司特定发展目标相挂钩。如果公司CEO竭力推行一项他们认为会取得若干重大收益的兼并交易，那么只有将他们的薪酬与这些预期收益挂钩后，董事会才能同意交易。像惠普公司这样面临许多股东反对的兼并交易，尤其需要这样的约束。如果CEO不同意将自己的薪酬与公司主要目标相挂钩，那么这些目标的实现就可能存在疑问。

更能控制代理成本的董事会的薪酬特征

我们可以采用科尔、霍斯奥森和拉克的研究发现来说明能够更加有效地控制代理成本的董事会的一些特征。这些特征包括：

- 更少的或者没有“灰色”董事；
- 更少的公司内部董事；
- 更少的交叉董事；
- 董事会成员的选举受CEO的影响最小；
- 董事会成员服务于更少的董事会；
- 董事会规模不要过大。

这些能够控制代理成本的董事会的特征在科尔、霍斯奥森和拉克之外的其他人的研究结果中也得到了支持。下面我们主要讨论两种董事会特征和考察董事会特征对股东财富影响的其他研究。

管理层特权、代理成本和公司价值

管理层特权会发生可以衡量的明确的直接成本，但是有些证据表明管理层特权的花费也会有大大超过直接成本以外的其他成本。耶麦克通过对公司高管拥有商务飞机这些明显的管理层特权的研究表明，这些公司股票的市场表现比同类公司平均水平低4%。他的研究分析了1993—2002年的237家大型公司。管理层特权带来的股票市场价值缩水要远远大于管理层特权本身耗费的实际成本。对此的一种解释是，市场会把披露的管理层特权理解为公司的浪费，管理层并没有按照股东利益最大化的原则来管理公司。对大公司而言，公司使用商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务飞机可能会比航空公司的航班更加高效。投资者也不反对这种观点。投资者担忧的不是公司使用何种交通方式的问题，而是事件背后所透露的公司浪费的迹象以及管理层缺乏应有的受托责任。这在位于阿肯色州的安客诚公司（Acxiom Corp.）2006 年的代理权战争中有生动体现，该公司最大股东 ValueAct Capital 公司指责安客诚公司的 CEO 花费公司数百万美元的资金赞助全国运动汽车竞赛协会（NASCAR)，并且由公司租用商务飞机不断往返于各种赛车赛事。[①] ValueAct Capital 公司认为这种浪费公司资产的做法让人无法容忍，在没有其他选择的情况下，只有发动更换公司管理层的代理权战争。

案例研究

纳贝斯克公司及其董事特权

当管理层特权开始变得普遍时，董事们也开始享受这样的特权。如果董事们能从管理层那里得到好处，他们就很难保持客观的立场。20 世纪 80 年代的纳贝斯克公司的案例就生动体现了董事会特权产生的问题，因为公司的董事可以从管理层那里获得好处，所以他们很难再对公司贪婪的管理层进行有效监督。1984 年，罗斯·约翰逊成为纳贝斯克公司的 CEO。公司在 1985 年与雷诺兹烟草公司合并。很明显，烟草企业和食品公司除了都是日常消费品并且通过一些相同的零售渠道销售外，基本没有共同点。约翰逊在两家公司合并完成一年后成为新公司的 CEO。公司董事会享有的特权在伯勒和赫利亚尔（Burrough and Helyar）撰写的《门口的野蛮人：纳贝斯克的坠落》[①]一书中有生动的描述。书中描述到，公司董事会成员之一——鲍勃·谢波勒（Bob Schaeberle）与公司签署了为期 6 年、年薪 10 万美元的聘用合同，但合同中对他要承担的董事责任却少有提及。另一位公司董事——朱厄妮塔·科博丝（Juanita Kerps）是杜克大学教授，也从公司享受了各种好处。不仅是她本人，连她所在的杜克大学也获得了很多收益。在约翰逊掌管公司期间，伯勒和赫利亚尔指出他继续让这位教授享受各种好处。书中披露公司给杜克大学捐资 200 万美元从而使朱厄妮塔·科博丝在学校担任两项主席职务。但是这对公司销售雪茄和食品有什么帮助无人可知。

纳贝斯克公司有自己的商务飞机编队，书中称为 RJR 的“空军”。书中描述了在罗斯·约翰逊成为新公司的 CEO 后，更改了公司飞机的使用政策，使得董事会成员也可以因私使用公司飞机。身为一名事务繁忙的公司 CEO，他亲自给公司董事们安排免费的商务包机。在给一位董事安排了航班后，他自己感叹说：“我有时觉得自己像交通署署长，但是我相信如果我帮助他们，将来他们也会帮助我的。”因此不难理解，作为公司的 CEO 和对股东负有受托责任的管理者，在他向公司提出管理层收购时，报出的超低收购价格让一贯忠实于他的董事们大吃一惊。

① Bryan Burrough and John Helyar, *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco* (New York: Collins Business, 1990 and 2003).

① Gretchen Morgenson, “Gentlemen, Start Your Proxy Fight,” *New York Times*, May 14, 2006, 3.1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交叉董事会

在交叉董事会（interlocked board）中，董事分别在双方的董事会中任职。例如，一家公司的 CEO 在另外一家公司董事会任董事，而另外一家公司的 CEO 也在这家公司董事会任董事。我们可以想象这种“和谐”的关系无法使董事会对 CEO 进行有效监督。同样，这也是基于人类本性判断的结果。哈洛克（Hallock）的研究结果支持了这一判断，他研究了 700 家大型公司的 9 804 个董事会席位并涉及的 7 519 名董事个人。[①] 他发现研究样本中有 20%的公司存在交叉董事现象。他将交叉董事定义为，一家公司的现职或退休员工在另一家公司董事会中担任董事，而另一家公司的现职或退休员工也在这家公司董事会中任职。他调查发现有将近 8%的 CEO 和其他 CEO 进行互惠的交叉任职。

通过对交叉董事会出现频率的量化研究，哈洛克还得出了其他一些有意思的结论。他发现在研究样本中，存在交叉董事会的公司要比不存在交叉董事会的公司规模更大。另外，存在交叉董事会的公司 CEO 的薪酬明显偏高。这表明 CEO 肯定从交叉董事会的公司治理结构中获益。在研究中，他控制了公司规模等差异性特征，使得 CEO 薪酬差异不是因为样本差异而产生。研究发现交叉董事会是不可取的。如果我们假设有足够的潜在人选可以担任董事，那么我们不知道为什么还会出现 20%的交叉董事。

董事的独立性

董事会成员一般有两类：内部董事和外部董事。内部董事同时还是公司的管理人员。CEO 和其他高级管理人员也可以加入公司董事会，他们的加入可能对董事会审议公司事项会有一定帮助。虽然有时候公司 CEO 也担任公司董事会主席（董事长），但是越来越多的公司中 CEO 和董事会主席分别由不同的人选担任。罗盛咨询（Russell Reynolds Associates）对 2005 年标准普尔 500 公司的调查表明，当前有 29%的公司选择将上述职位分离，而 5 年前这个比例是 21%。[②]

《企业董事》（*Corporate Board Member*）杂志在 2003 年进行的一项调查表明，如果按照每个董事会平均有 10 名成员计算，那么内部董事平均为 2.7 名，外部董事平均为 7.2 名。[③] 调查同时表明，70%的公司 CEO 没有担任公司董事，这与罗盛咨询的调查结果是一致的。一些规则要求公司的董事会中必须有一定比例的外部董事，比如纽约证券交易所要求在该交易所上市的公

---

① Kevin Hallock, "Reciprocally Interlocked Boards of Directors and Executive Compensation," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32 (3), September 1997, 331 - 344.

② Claudia Duetsch, "Fewer Chiefs Also Serving as Chairman," *New York Times*, March 17, 2006, C13.

③ "What Directors Think Research Study," *Corporate Board Member*, July 2003.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司董事会中大部分成员是独立的外部董事。

研究结果表明，董事会拥有的外部独立董事越多，就越会按照股东利益进行决策。研究同时表明，如果公司被收购时董事会中包含更多的外部董事成员，那么股东会获得更多的溢价。[①] 罗森斯坦和怀亚特（Rosenstein and Wyatt）的一项研究还表明，当一名外部董事加入公司董事会时，公司股价会出现上涨。[②] 这表明市场欢迎外部董事控制公司董事会，而对由内部管理层控制的董事会一般会感到担忧。

如果公司内部董事对董事会决策施加的影响有限，那么董事会在进行涉及公司管理层及其工作表现的决策时会更加严格。如果公司管理层取得的业绩没有达到股东期望，那么董事会也能更加方便地更换公司高级管理层。1992 年，通用汽车公司的 CEO 罗伯特·斯坦普尔（Robert Stempel）遭到董事会的驱逐就生动地说明了这一点。领导这次管理层更换运动的董事会主席是约翰·斯梅尔（John Smale），他曾在宝洁公司担任过 CEO，从那个时候开始就在美国商界赢得了很好的名声，所以他提出的更换通用汽车公司管理层的建议受到了重视。这种情况在推倒其他公司 CEO 的斗争中也很明显。例如，阿莫科石油公司的 CEO 罗伯特·莫罗（Robert Morrow）领导了驱逐西屋公司（Westinghouse）的保罗·莱格（Paul Lego）的斗争。同样，强生公司的前任 CEO 詹姆斯·伯克（James Burke）领导了对 IBM 公司 CEO 约翰·埃克斯（John Akers）的驱逐。所有这些斗争都有一些重要的共同点：它们一致呼吁更换公司管理层，这些公司的市场表现都远远低于应有的水平，公司 CEO 则成为公众的“眼中钉”。市场对公司表现提出了严厉的质疑，即使不是直接的，也是间接地对公司 CEO 的能力提出了质疑。市场和媒体对公司董事会施加压力要求董事会采取积极措施更换公司管理层。在更换斗争中，董事会成员尤其是董事会主席起到了突出作用。

当公司面临重大决策以及需要评估公司管理层的表现时，外部董事的立场能够让它们保持客观的视角。但是我们有必要理解为什么仍然需要一定数量的公司管理层加入董事会。原因在于，这些管理层董事能够针对公司的业绩表现提供有用的内部见解，而这些是外部董事所不具备的。当然我们不希望董事会全部由内部成员构成。实际上，公司董事会最好是一个混合体，不仅包含内部董事和外部董事，而且外部董事最好来自不同领域，能够为监督管理层带来广泛的专业知识和管理经验。外部董事，尤其是具有崇高声望的外部董事，必要时能够在驱逐公司现任 CEO 的斗争中发挥关键的作用。

韦斯巴赫（Weisbach）的一项研究表明，相对于内部董事占主导地位的

---

① J. Cooter, A. Shivdasni, and A. Zenner, “Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers?” *Journal of Financial Economics*, 43, 1997, 195 - 218.

② S. Rosenstein and J. Wyatt, “Outside Directors, Boards Independence and Shareholder Wealth,” *Journal of Financial Economics*, 26, 1990, 175 - 192.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

董事会，外部董事占更大比例的董事会更容易对绩效差的 CEO 实施惩罚。[①] 内部董事主导的董事会因为与 CEO 关系密切，所以不太愿意通过对其伙伴不利的决策。外部董事们与 CEO 关系不太紧密，所以在作出决策时更能保持客观的立场。但是交叉董事是一个例外，在这种情况下，外部董事可能与双方董事会之间存在着"互利"的关系。所以交叉董事与其他外部董事有所不同。

案例研究

可口可乐公司提议收购桂格燕麦公司*

一般而言，许多公司董事会对 CEO 提出的并购方案都没有异议，但是也有一些公司董事会深谋远虑，有勇气对 CEO 提出的并购方案提出质疑。2001 年 11 月可口可乐公司董事会质疑公司 CEO 提出的以 157.5 亿美元收购桂格燕麦公司（Quaker Oats）的议案就是例证之一。桂格燕麦公司拥有的佳得乐（Gatorade）品牌在美国广受欢迎，能够与可口可乐公司的其他软饮料产品实现互补，所以对可口可乐公司具有很大的吸引力。佳得乐品牌占有美国运动饮料市场 80%以上的份额，而可口可乐公司的劲力（Powerade）品牌只占有 10%左右。整个运动饮料市场发展非常迅猛，排名第二的劲力品牌与行业龙头佳得乐品牌之间有非常巨大的差距，可口可乐公司要想赶超佳得乐非常困难。但是如果能够通过收购桂格燕麦公司从而控制佳得乐品牌，那么这无疑是解决问题最快捷的途径。但是，这次收购还面临另外一个难题，可口可乐公司想要让收购交易通过反垄断审查，获得批准，就必须把劲力品牌剥离。

可口可乐公司并不是桂格燕麦公司的第一个收购方。2000 年 11 月 1 日，百事公司 CEO 罗伯特·安利可（Robert Enrico）和桂格燕麦公司 CEO 罗伯特·莫里森（Robert Morrison）进行谈判之后，百事公司向桂格燕麦公司发起了最初的收购要约。但是，百事公司不同意提高收购条件，包括一项股票上下限条款，后来双方的并购谈判破裂。桂格燕麦继续寻找合适的收购方，其他收购者可口可乐公司和法国食品巨头——达能公司（Group Danone）都向桂格燕麦公司表示了收购意向。这两家公司都提出了比百事公司更加诱人的收购报价，而百事公司毫不松动，仍旧拒绝提高初始报价。可口可乐公司的 CEO 道格拉斯·达夫特（Douglas Daft）向桂格燕麦公司表示他已经就收购事项通报了公司董事会，并且向桂格燕麦公司要求取得独家谈判权。但是他本人忽略了市场对本次收购可能出现的负面反应（参见图 A）。[①]可口可乐公司董事会比较谨慎，在 2000 年 11 月 21 日经过长时间的会议讨论之后，董事会要求 CEO 道格拉斯·达夫特向桂格燕麦公司通报，可口可乐公司放弃本次收购。市场很喜欢这种做法，公司股票立刻上涨。百事公司最终在 2001 年 8 月以 130 亿美元收购桂格燕麦公司。

① Michael Weisbach, "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, 37, 1988, 159-188.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

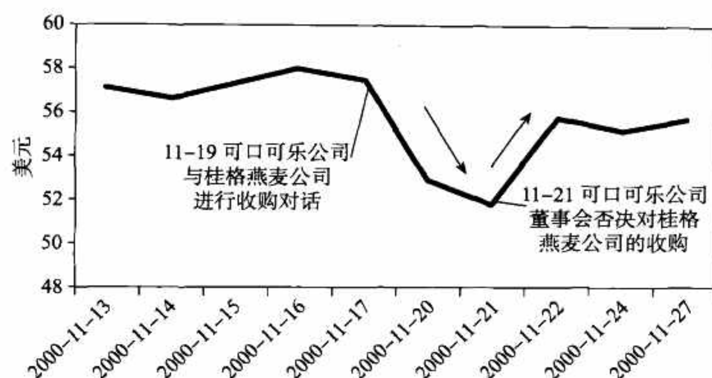


图 A　可口可乐公司股票价格对收购桂格燕麦公司的反应

资料来源：finance. yahoo. com。

可口可乐公司董事会对这次并购明显存在的一些问题给予了关注。如前文所述，市场并不欢迎这次收购，表现为可口可乐公司的股票价格下跌。在可口可乐公司投标前的几年里，公司已经经历了一系列失败的收购交易，公司的并购战略成为焦点问题。所以一开始，公司管理层就面临着一场艰难的斗争。交易存在的另外一个问题是，收购完成后需要可口可乐公司有效管理桂格燕麦公司的其他业务，这些业务不同于公司擅长经营的软饮料和运动饮料业务，主要是桂格燕麦公司的食品业务，包括 Captain Crunch 牌谷物食品、Rice-A-Roni 牌米制食品和 Jemima 阿姨牌薄饼片，以及其他的米糕、麦片棒等零食产品。桂格燕麦公司的一些品牌非常具有知名度，但是与可口可乐的核心业务相去甚远。交易还存在的另外问题就是交易本身的防御性质。可口可乐公司的收购提案是对百事公司最初的收购作出的回应。这种防御性的反应并不是兼并或者收购的最佳动机。

可口可乐公司董事会敢于反对这次收购的原因之一在于公司董事会的特性及其与 CEO 的关系。可口可乐公司曾经有一名非常出色的 CEO——罗伯特·戈伊苏埃塔（Robert Goizueta）。在他的带领下，可口可乐公司在全球软饮料市场取得了非常骄人的业绩，但是不幸的是，戈伊苏埃塔于 1997 年 10 月英年早逝。道格拉斯·因维斯特（Douglas Investor）接替了他的 CEO 位置，随后于 1999 年末辞职。后来道格拉斯·达夫特出任公司 CEO，他被寄予厚望，但是很难再度续写戈伊苏埃塔的辉煌。如果是戈伊苏埃塔本人向董事会提出本次收购提案，那么董事会或许会更加认真地考虑。但是不管由谁向董事会提出并购提案，我们都有理由相信公司董事会不会批准此次并购，因为他们发现此次交易存在明显的瑕疵。

可口可乐公司董事会由一些领军性商业巨头组成，其中包括非常著名的沃伦·巴菲特（Warren Buffett），他被市场公认为最“狡猾”的投资者之一，但这已经成为往事。2006 年，巴菲特宣布辞去公司董事的职务。这个空白将是其他人难以填补的。

董事会是阻止拙劣的并购战略的最后一道防线。为了确保自己能够发挥最大作用，董事会必须具有丰富的经验和坚定的决心。但是，董事会仅仅是由意志坚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定并敢于向管理层提出反对意见的成员组成还是不够的。对行业和公司运营的深刻洞察力是一位高效的董事必不可少的。公司管理层主持公司的日常运作，而董事们可能全职从事其他工作，比如自己开办公司，不会像管理层那样投入大量时间研究公司事务，因此管理层比董事们具有更加明显的优势。但是，董事们也必须具备一些基本知识，才能够作出正确的决策。在考察一项价值几十亿美元的并购方案时，董事会需要动用一切可以动用的资源来有效评估管理层的提议。如果需要聘用外部咨询公司深入研究这项方案，那么必须聘用。但是有些交易时间紧张，必须尽快作出答复，这时就难以调动所有资源进行深入分析。不管如何，董事会还是要尽可能地动用一切力量研究并购方案，作出明智、公正的决策。交易规模越大，董事会的工作就越多。在可口可乐公司收购桂格燕麦公司的案例中，董事会的反应是明确而坚决的。董事会很好地履行了受托责任，使股东们避免了可能的损失。

* 资料来源：Patrick A. Gaughan, *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005), pp. 237－239。

① Pepsi's Bid for Quaker Oats (B), Harvard Business School, 9－801－459, August 5, 2002.

董事的新阳光标准

美国证券交易委员会和纽约证券交易所在董事独立性的定义中实施"阳光"标准。这是经过安然事件后形成的概念，对上市公司形成影响还需要一段时间。新规则要求董事会大部分成员和关键委员会成员必须是独立的。新规则还制定了一些具体的测试来限制公司把某些人员视为独立的。例如，如果董事在过去 3 年从公司获得 10 万美元以上的收入，那么就不能被认为是独立的（美国证券交易委员会的限额是 6 万美元）。除了这些测试以外，纽约证券交易所还关注口径更加宽泛的"实质性"关系，比直接对董事的报酬作出规定更加精细。尽管董事和公司之间没有实质性关系，但是公司仍然要向股东作出解释为什么认为不存在实质性关系，以便由股东自己作出判断。

薪酬、董事会规模和公司治理

董事会的规模在有效监督公司管理方面发挥了非常关键的作用。一定规模的董事会易于对公司进行更好的治理。基尼、克莱考和米恩（Kini, Krackaw and Mian）的研究发现，表现不佳的公司被股权收购后，公司董事会规模会不断缩小。① 这说明具有惩罚性的收购甚至是收购威胁能够把董事会规模减小至市场认为更有效的水平。当公司遭遇敌意收购时，收购方判断公司的市

① Omesh Kini, William Krackaw, and Shehzad Mian, "Corporate Takeovers, Firm Performance and Board Composition," *Journal of Corporate Finance*, 1, 1995, 383－412.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场价值低于预期的实际价值。公司会通过采取不同措施以避免被收购。基尼、克莱考和米恩的研究表明，缩小董事会规模就是其中的手段之一。

耶麦克教授试图研究公司的市场价值与董事会规模之间是否存在一定的关系。他分析了 1984—1991 年期间 452 家大型美国公司的样本。样本公司的平均董事会规模为 12 名董事。① 他的研究发现用托宾 Q 值衡量的公司市场价值与董事会规模之间存在反比关系（如图 12—4 所示）。董事会的规模越小，公司的市场价值越高；董事会的规模越大，公司的市场价值越低。市场价值比较高的公司董事会规模比较小，一般在 10 人以下。耶麦克还考察了其他业绩指标，比如公司经营效率和利润指标等，发现这些指标与董事会规模也存在反比关系。他还发现，在公司 CEO 一段时间的糟糕经营后，规模较小的董事会更容易更换 CEO。此外，他发现在董事会规模较小的公司中，CEO 薪酬与公司业绩（尤其是糟糕的业绩）关系更加紧密。根据这些研究结果，公司董事会必须保持适当的规模，以避免其效率的降低和公司治理能力的削弱。董事会规模越大，CEO 就越有可能通过高薪获得个人私利，而股东们遭受损失。

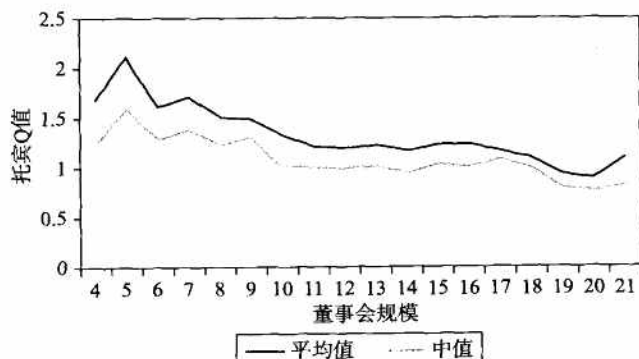


图 12—4 董事会规模和托宾 Q 值：样本均值和样本中值

针对不同规模董事会的托宾 Q 值的样本均值和样本中值。该样本包括 1984—1991 年间 452 家公司的 3 438 项年度观察。入选样本的公司在 8 年的样本期间里至少有 4 次被《福布斯》杂志评选为美国上市公司 500 强。公用事业公司和金融公司排除在外。有关董事会规模的数据来自这些公司每个财务年度初发布的代理权公告。托宾 Q 值的计算方式为每个财务年度末公司资产的市场价值除以资产的重置成本。Q 值的估计按照珀费克特和怀尔斯（Perfect and Wiles，1994）提出的方法，详细内容参见该论文。

资料来源：D. Yermack, "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, 40, 1996, 185-211。

公司是否会采取反收购防御措施来避免收购市场的惩戒压力？是否某一类型的董事会更倾向于采取这些防御措施？

① David Yermack, "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, 40, 1996, 185-211.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布里克利、特里和科尔斯（Brickley，Terry and Coles）的一项研究发现，董事会薪酬会影响公司采取毒丸计划。布里克利等人的研究考察了1984—1986年期间247家采取毒丸策略的公司，市场对这些公司的行为作出了负面反应，他们分析了董事会的不同组成在市场负面反应中的重要作用。上述研究涉及的期间是市场对毒丸战术作出负面反应的最长时间。以前的研究表明，在这段时期市场对毒丸战术的负面反应是最大的。他们发现采用毒丸战术后，股票市场的反应与董事会中外部董事的构成比例存在统计上显著的正相关关系。当董事会被外部董事主导时，市场会作出积极反应；当董事会被内部董事主导时，市场会作出负面反应。这表明，市场确信当由外部董事主导的董事会采取强有力的反收购防御措施时，比如毒丸战术，是在极力维护股东利益；而当由内部董事主导的董事会采取上述措施时，市场认为这只是管理层在挖战壕，防止收购完成后被更换。这说明市场认为外部董事比内部董事更能代表股东的利益。

案例研究

霍林格国际集团*

2004年夏末媒体公布了有关“盗贼公司”——霍林格国际集团（Hollinger International）2004年的调查报告。这项报告由公司董事会特别调查委员会发布，披露了公司CEO康拉德·布莱克（Conrad Black）和公司前CEO戴维·拉德勒（David Radler）“通过各种洗劫手段从公司抽资超过4亿美元”。[①]霍林格国际集团是一家出版公司，发行包括《芝加哥太阳时报》（*Chicago Sun Times*）和《耶路撒冷邮报》（*Jerusalem Post*）在内的多种报刊。布莱克通过自己拥有的拉弗尔斯顿公司（Ravelston）持有一家加拿大公司——霍林格公司78%的股权，而霍林格公司控制了霍林格国际报业集团68%的有表决权的股份。布莱克通过控制霍林格国际68%的股份，从而有效地控制了公司董事会。

报告的一项惊人发现是布莱克吞噬的公司资金相当于霍林格国际1997—2003年全部净利润的95.2%。[②]美国证券交易委员会前主席理查德·布里登（Richard Breeden）主持了这次调查，相关报告已经提交联邦法院和美国证券交易委员会。布莱克和拉德勒浪费公司钱财的行为包括：花费24 950美元用于购买“夏季饮料”；花费3 530美元用于购置公司飞机上的银器，飞机大多被用于私人旅行；价值几千美元的手提包；歌剧门票；慷慨捐助布莱克和他的妻子——专栏作家芭芭拉·布莱克（Barbara Black）热衷的慈善组织。夫妻俩还花费公司资金用于宴请包括董事会成员亨利·基辛格在内的各界朋友。为芭芭拉举行生日宴会的资金也来自公司。这个招待80名客人的生日宴会花费了公司42 870美元。此外，消耗公司资金的手段还包括到波拉波拉岛10天旅游花费的250 000美元，给布莱克的劳斯莱斯坐骑维修并打蜡花费的90 000美元。[③]布莱克和拉德勒通过多种途径从公司获得报酬，包括在1997—2003年期间以管理费的名义从公司提取2.18亿美元。拉弗尔斯顿公司也领取了管理费，另外布莱克还通过自己控制的其他公司从霍林

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格国际提取“非竞争补偿”费用。另外，霍林格国际还以远远低于市场价值的价格向布莱克阁下及其同伙控制的公司出售报纸业务。加利福尼亚州蒙默斯湖地区的报纸——《蒙默斯时报》(*Monmouth Times*) 以1美元的价格被出售，而当时的竞标价格为125万美元。④

报告称公司董事会和审计委员会对包括管理费用在内的公司支出的监督非常“混乱”。董事会成员中包括不少在国际外交领域非常具有影响力的人物，包括前国务卿亨利·基辛格、里根政府时期的前助理国防部长理查德·珀尔 (Richard Perle) 和伊利诺伊州前州长詹姆斯·汤普森 (James Thompson)，汤普森也是公司审计委员会主席。虽然这些政治大腕享有盛名，但是实在不明白他们对一家报业出版公司的管理能够提供什么专业意见。很明显，如果想要在董事会会议上讨论国际事务，那么这些董事会无疑会展开富有启迪意义的讨论，但如果是管理公司的话，他们的经验无法令人满意。特别调查委员会的报告指出，珀尔作为公司董事会执行委员会成员，多次违反受托责任，授权公司进行不公平的关联交易，使得布莱克和拉德勒逃避向审计委员会披露信息。报告要求珀尔把从公司取得的300万美元薪酬返还公司。⑤

霍林格国际集团聘请知名政治明星担任公司董事并非异常。但令人不明白的是他们为什么要用这些政治专家来管理公司。很多董事都在政府部门任职，根本没有从事经营盈利性公司的经验，至少他们大部分职业生涯不是干这个的。他们最出色的职业经验是向公众“销售”自己以赢得选票。

霍林格集团的董事会还包含亲戚朋友在内。例如，布莱克阁下的妻子——芭芭拉·埃米尔·布莱克和他们家的朋友玛丽-约瑟·克拉维斯 (Marie-Josee Kravis)——KKR投资公司的亨利·克拉维斯这位金融学家的妻子都在董事会内任职。很明显，布莱克本人对董事选举的影响达到了登峰造极的地步。布莱克控制了选举董事所需要的投票权，所以一切变得顺理成章。布莱克将自己精心组建的董事会完全置于黑暗之中，董事会也没有尽力驱散布莱克的控制。布莱克和霍林格集团精心照顾这些董事们，他们也不想弄翻这条船。《华尔街日报》的一篇文章生动地描述了霍林格集团召开董事会会议时的景象：

根据两位参加董事会的董事回忆，拥有《芝加哥太阳时报》和《耶路撒冷邮报》的霍林格国际集团的董事会会议在公司远眺曼哈顿公园大道的会议室内举行，八名董事围坐在红木会议桌前，享受着烤金枪鱼和用中国皇家瓷器盛放的烤鸡。金融家亨利·克拉维斯的妻子——玛丽-约瑟·克拉维斯正在和布莱克阁下以及后来成为苏富比拍卖行主席的艾尔弗雷德·陶布曼 (Alfred Taubman) 闲聊着国际局势。话题转入公司事务后，根据董事会会议记录和霍林格集团随后发布的一份调查报告，董事会很快批准了一系列交易。其中包括批准霍林格国际以支付3 800万美元“管理费用”的方式，将公司管理权外包给布莱克及其同伙控制的私人公司；批准将公司两份正在盈利的社区报纸以1美元的价格转让给布莱克及其同伙控制的私人公司；批准布莱克及其同伙从霍林格国际的网络业务中分取利润。最后，董事会提高了自己的薪酬。根据会议记录和两位与会董事的证实，会议持续了将近一个半小时。⑥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从霍林格集团的丑闻中得到的教训是董事会不能与公司CEO走得太近，并且董事会人选不能由公司CEO控制。董事会要与其监督的对象保持合理的距离。如果他们不断受惠于CEO，那么怎么能够客观地保护股东利益呢？

* 资料来源：Patrick A. Gaughan, *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005), pp. 225—227。

① Mark Heinzl and Christopher J. Chipello, "Report Slams Hollinger's Black for Corporate Kleptocracy," *Wall Street Journal*, September 1, 2004, p. 1.

② Ibid.

③ Geraldine Fabricant, "Hollinger Files Stinging Report on Ex-Officials," *New York Times*, September 1, 2004, p. 1.

④ Ibid.

⑤ Op. cit., Heinzl and Chipello, p. A4.

⑥ Frank, Robert, and Elena Cherney, "Lord Black Board: A-List Cast Played Acquiescent Role," *Wall Street Journal*, September 27, 2004, P. 1.

CEO薪酬和权力

根据一般的常识，如果公司CEO权力越大，他们就越容易提高自己的薪酬。研究结果证明了这个论断。西尔特、康和库马尔（Cyert, Kang and Kumar）进行了一项针对1 648家小型和大型公司的研究。研究结果表明，CEO平均年龄为55岁，任职时间平均为8年。[①] 他们发现其中有70%的公司CEO兼任公司董事会主席。另外，他们发现大股东和董事会持有的公司权益份额与CEO薪酬成反比关系。这与科尔、霍斯奥森和拉克的研究结果是一致的，他们也发现，如果公司存在大股东，那么CEO的薪酬比较低。有意思的是，西尔特发现，董事会成员的持股份额要比董事会规模和外部董事比例更能够控制CEO薪酬。当持股董事的投资面临风险时，他们对CEO的监管力度就会加强，监督CEO以薪酬形式从公司提取多少潜在利润。这些研究结果是很直观的。

潜在的被收购风险是监督CEO的另一种途径。伯特兰和穆莱纳桑（Bertrand and Mullainathan）研究发现，当公司被批准采用反收购防御措施来避免被收购时，CEO的薪酬会偏高。[②] 所以，内部和外部力量都在监控着公司CEO，以确保他们依照股东目标管理公司。虽然监管的过程不是完美无缺的，但是研究表明这种监管还是能发挥令人满意的作用，当然还需要进一步提高。

① Richard M. Cyert, Sok-Hyon Kang, and Pravenn Kumar, "Corporate Governance, Takeovers and Top-Management Compensation: Theory and Evidence," *Management Science*, 48 (4), April 2002, 453-469.

② M. Bertrand and S. Mullainathan, "Is There Discretion in Wage Setting? A Test Using Takeover Legislation," *Rand Journal of Economics*, 30, 1999, 535-554.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惩罚性收购、公司表现、CEO 和董事会

董事会承担着股东的受托责任，监督公司和管理层（包括 CEO 在内）的业绩表现。这是我们上面提到的内部监督。当内部监督没有发挥令人满意的作用时，外部监督就会起作用。这主要通过对表现不佳的公司进行惩罚性收购。基尼、克莱考和米恩分析了 244 起股权收购案例，研究敌意收购对公司 CEO 和董事更换的作用。[①] 结果表明公司 CEO 收购前的管理业绩和收购后被更换的概率成反比关系。收购前管理业绩很差的公司 CEO，在收购完成后一般会被更换。但是，这个结果并不存在于某些类型的公司中。董事会中内部董事占主导的公司存在这种现象，而董事会中外部董事占主导的公司不存在这种现象。这项研究结果同时表明，如果公司董事会主要由外部董事组成，那么问题不在公司 CEO，否则外部董事早已经将公司 CEO 更换。

基尼、克莱考和米恩研究发现在惩罚性收购完成后，公司董事会的组成一般会有所改变。原先由内部董事主导董事会的局面被改变，内部董事的数量减少。这表明收购方认为董事会结构和大量的内部董事是导致公司出现问题的原因。通过这些改变，收购市场对董事会构成进行了改组。然而，这种改组方式是非常昂贵的。

有证据表明，在收购市场相对活跃的时期，惩罚性收购所起的作用会更加明显。麦克尔森和帕奇（Mikkelson and Partch）研究发现，在收购市场活跃的时期，表现不佳的公司 CEO 和董事会主席被更换的频率要远远大于收购市场萧条时期。[②] 调查结果显示，在第四次并购浪潮中，也就是 1984—1986 年，业绩较差的样本公司中有 33%的 CEO 和董事会主席被更换。这几乎是收购市场相对萧条的 1989—1993 年期间可比业绩公司更换率 17%的两倍。公司收购能够很好地清除表现不佳的公司经理。值得注意的是在公司没有被收购的情况下，这种作用也同样在发挥。董事们了解到收购市场在关注自己的公司后，会在股权收购之前就采取相应行动。研究表明董事们在收购市场活跃的时期会更加积极地监督并更换公司 CEO。这同样被其他类似的研究所证实，当公司被实际收购时，管理层更容易被替换。[③] 仅仅一个可能被收购的威胁就能够使公司高级管理层被更换。[④] 这表明活跃的收购市场对公司治理是有好处的。相反，萧条的收购市场对想要改善公司治理的股东来说并不是一件好事情。

---

① Omesh Kini, William Krackaw, and Shehzad Mian, "Corporate Takeovers, Firm Performance and Board Composition," *Journal of Corporate Finance*, 1, 1995, 383-412.

② Wayne H. Mikkelson and M. Megan Partch, "The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover," *Journal of Financial Economics*, 44, 1997, 205-228.

③ K. J. Martin and J. J. McConnell, "Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover," *Journal of Finance*, 46, 1991, 671-687.

④ D. J. Denis and D. K. Denis, "Ownership Structure and Top Management Turnover," *Journal of Financial Economics*, 45, 1997, 193-222.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兼并战略和公司治理

本章中我们讨论了公司治理问题，我们将重点讨论公司治理和并购战略的关系。我们将尝试分析良好的公司治理是否意味着公司会进行更多的或者更少的并购交易。公司治理的质量会如何影响已完成交易的类型和交易产生的股东收益？这些是我们本章以下部分需要讨论的问题。

董事会给促成并购交易的 CEO 提供报酬吗?

众所周知，许多并购交易进行得并不好，但是一些董事会为什么会批准这些并购交易呢？具有讽刺意味的是，有证据表明一些董事会甚至鼓励公司CEO 去寻找并购交易。格林斯坦和赫里巴（Grinstein and Hribar）对 1993—1999 年第五次并购浪潮期间发生的 327 宗大型并购交易进行了研究。[①] 他们考察了将 CEO 薪酬分解成各个组成部分的代理权公告，从而确认哪些公司会根据 CEO 完成并购交易的能力分配薪酬。他们发现，在 39%的情况下，公司薪酬委员会把完成一项并购交易作为支付特定薪酬的条件。在其他公司中，也有在 CEO 完成并购交易后，公司支付一定的奖金，只是没有明确说明奖金是针对此项交易的。这表明董事会因为并购交易而发放奖金的实际比例要远远高于 39% 这个公开宣告的比例。

与其他研究结果一致，格林斯坦和赫里巴注意到在他们的样本公司中，收购者公告期间的收益为负值。但是，他们发现在 CEO 对公司控制权最大的情况下，表现为 CEO 兼任公司董事会主席，这些公司的负收益绝对值最大。市场一般不喜欢收购交易，对 CEO 不受董事会约束进行的交易尤其不喜欢。市场偏好公司 CEO 受到一些约束，如果公司存在有效的董事会，能够限制 CEO 进行有损股东利益的并购交易，那么市场一般会青睐这些公司。实际上，董事会是否如此行事又是另外一个问题。

除了发现市场排斥由权力较大的 CEO 推动的并购交易外，格林斯坦和赫里巴还发现，权力较大的经理会得到更多的奖金，倾向于进行规模更大的并购交易。他们的权力很少受到约束，他们以牺牲股东利益为代价，从这些并购交易中获取私人收益。

案例研究

Sovereign 银行的并购扩张战略和公司股东利益

在 1995—2005 年期间，总部设在宾夕法尼亚州的 Sovereign 银行通过 27 项不

① Yaniv Grinstein and Paul Hribar, "CEO Compensation and Incentives: Evidence from M&A Bonuses," *Journal of Financial Economics*, 2003, 535 - 554.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同的并购交易迅速扩张。公司从一家仅有不到 1 500 名员工、120 家分支机构的银行扩张成为拥有将近 10 000 名员工和超过 730 家分支机构的大型金融机构。但是，公司 CEO 杰伊·西杜（Jay Sidhu）通过并购壮大公司的战略并没有得到一些经营短期资本的大股东的认同，他们更希望银行更多地关注于提高股东收益而不是扩大规模。这导致在 2005 年 10 月，银行最大的股东，位于圣地亚哥的短期资本经营者——关系投资者有限合伙公司（Relational Investors，LLP）发起争夺董事会席位的代理权战争，目的就是为了赢得公司发展战略的话语权。当公司总裁西杜宣布 Sovereign 银行将向西班牙最大的银行、具有 148 年历史的西班牙国家银行（Banco Santander Central Hispano）出售 19.8%、价值 24 亿美元的股票来融资，花费 36 亿美元收购 Independence 银行时，大机构投资者与银行 CEO 的冲突达到了顶点。西班牙国家银行在并购领域也很活跃，完成了当时欧洲历史上最大的跨国收购——以 154 亿美元的价格收购了英国的阿比国民银行（Abbey National Bank)。这次交易的一个侧面影响是收购稀释了持不同意见的股东的权益份额和投票权。关系投资者公司等机构投资者向纽约证券交易所提出申请，要求 Sovereign 银行将此次并购提交公司股东大会表决。但是纽约证券交易所拒绝了这一申请。市场通过降低 Sovereign 银行的股票价格表达了自己的不满。

2006 年 3 月，Sovereign 银行与关系投资者公司达成一项协议，关系投资者公司将委派一名代表加入银行董事会，同时 Sovereign 银行必须在董事会中再增加一名外部董事。关系投资者公司相应地放弃诉讼。在 2006 年底，西杜辞去 Sovereign 银行 CEO 的职务。Sovereign 银行与关系投资者公司的斗争说明公司大股东，包括对冲基金等，在对公司管理层的监督中发挥了关键的制衡作用。

CEO 薪酬与多元化战略

在第 4 章我们发现多元化战略常常导致公司股东利益受损。但是也有一些例子说明多元化经营的公司会给股东带来重大的收益，比如通用电气公司。另外，我们在第 4 章中还发现并非所有的多元化战略都是相同的，相关业务的多元化战略比非相关业务多元化战略的表现要好得多。虽然多元化经营的记录不是完全可靠，但是我们吃惊地发现，公司会向 CEO 支付多元化经营溢价——研究结果表明实施多元化战略的公司中 CEO 薪酬要比实施单一业务的公司 CEO 平均高出 13%。虽然有些证据表明多元化战略最终会降低公司 CEO 的薪酬，但是这个薪酬纠正过程非常缓慢。[①] 董事会会阻止 CEO 提出的多元化交易，并在事后以降低薪酬的方式对 CEO 实施惩罚，但是这个过程非常缓慢。

① Nancy L. Rose and Andrea Shepard, "Firm Diversification and CEO Compensation: Managerial Ability or Executive Entrenchment," *Rand Journal of Economics*, 28 (3), Autumn 1997, 489 - 514.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代理成本和多元化战略

代理成本有助于解释一些 CEO 及他们的公司为什么热衷于进行多元化的并购交易。管理层力图通过并购战略为自己带来好处，哪怕这些交易并不符合公司股东的最大利益。公司股东的受托人——管理层，从并购交易中获取的个人收益要远远大于耗费的个人成本。多元化并购能够给公司管理层带来威望，经济学家称之为“精神收益”。他们同时也可能获得其他直接的金钱收益，比如管理更大规模的公司取得更多的薪酬。两位丹尼斯和萨林（Denis, Denis and Sarin）分析了从 1984 年开始的 933 家公司样本。[①] 他们考察了管理层的持股数量，并且把管理层持有不同比例的权益份额与他们推动的被公认为常常导致股东价值下降的多元化交易相联系。研究发现，当 CEO 持有的权益份额比较少时（例如，少于发行在外股份的 5%），那些将企业经营拓展至其他业务领域的多元化战略会减损股东的价值。但是，当 CEO 持有权益份额大于 5%时，这些多元化交易会起到一些积极作用。当对整个管理层持有的权益份额进行研究时，得出的结果是一样的。他们同时还发现，多元化缩减战略与外部存在控制权威胁具有很强的联系。几乎在每五个多元化缩减的案例中，比如出售公司多元化的业务，至少有一个是在公司收购后发生的。换言之，多元化缩减与公司面临的市场压力相关。这表明，在外部收购者开始收购价值被市场低估——股价低于公司在市场上出售可以获得的内在价值——的公司之前，公司管理层是不愿意出售先前收购来的多元化业务的，虽然这些多元化业务会降低股东价值。当多元化战略导致公司价值下降时，公司就更容易被收购，当收购威胁成为现实时，管理层会重新集中公司的经营业务。

代理成本假设可以在一定程度上解释一些公司为何热衷于多元化并购交易。这个假设与管理层面临外部威胁时的反应是一致的。但是，我们没有必要只通过外部市场力量来控制代理成本。董事会同样能够很好地阻止使股东价值下降的并购交易。董事们必须清楚地了解那些会降低公司价值的多元化交易类型，并阻止公司 CEO 和管理层进行这些交易。同时，董事们必须清楚公司的并购历史。有些公司，例如美国电话电报公司和英国的戴姆勒汽车公司，就有非常糟糕的并购交易历史，这些公司的董事会需要特别谨慎。

董事利益和并购交易

董事对股东负有受托责任，他们有责任按照股东利益最大化原则监督公司管理和公司发展方向。但是，我们可能天真地忽略董事也是人，他们也有

① David J. Denis, Diane K. Denis, and Atulya Sarin, “Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification,” *Journal of Finance*, 52 (1), March 1997, 135 - 160.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的私利这个事实。公司并购对董事会有什么影响呢？收购交易完成后，被收购公司的董事一般会被更换。收购方公司有自己的董事会，没有职位和没有必要保留被收购公司的董事会。所以，被收购公司的董事明白收购将导致他们在原公司董事生涯的终结。这是否对他们很重要——取决于他们各自不同的情况。

哈福德对1988—1991年期间《财富》1 000强公司中1 091名董事进行了研究，证明兼并交易或者敌意收购的批准会给被收购公司董事带来财务方面的负面影响。[①] 正如所预料到的，他发现，并购完成后被收购公司的董事一般不会再留任原来的职位。但有意思的是，不管是内部董事还是外部董事，这些被收购公司的董事在将来也不太可能担任另一家公司的董事职务。他的研究还发现，业绩表现较差的公司尽管被收购，但是并不表明这些公司的董事在将来再次担任董事工作的概率更小。相反，那些采取反收购防御措施成功阻止收购但公司业绩较差的董事，在将来继续担任董事工作的概率要小一些。这些研究结果充分表明，董事市场能够有效地清除那些将个人利益置于股东利益之上的董事。

管理层薪酬和公司规模

经济学家一直假定：管理层经营公司是以收入最大化而不是以利润最大化为目标的。[②] 这是根据所谓的管理层薪酬和公司规模之间的关系得出的。最理想的公司规模可能要小于收入最大化的公司规模。为什么研究者们会得出管理层想要建议一个规模更大的而不是规模最优的公司呢？原因是公司规模和管理层薪酬成正比例关系。大型公司的高级经理会比小型公司的同行们赚得更多。[③] 兰伯特、拉克和魏格特（Lambert，Larker and Weigelt）研究发现，很多高层管理职位都存在这样的正比关系：

- 公司总裁：在公司中拥有最高决策权的经理；
- 集团总裁：对整个集团公司内各个不同子公司拥有决策权的经理；
- 子公司总裁：单个子公司的高级经理；
- 部门经理：公司部门或者公司业务单位的高级经理；
- 车间经理：成本中心的高级经理。[④]

兰伯特、拉克和魏格特对不同种类的管理职位进行了研究，这有助于解

① Jarrad Harford, "Takeover Bids and Target Director Incentives: The Impact of a Bid on Director's Wealth and Board Seats," *Journal of Financial Economics*, 69, 2003, 51-83.

② William Baumol, *Business Behavior: Value and Growth* (New York: McMillan, 1959), p. 46.

③ S. Finkelstein and D. Hambrick, "Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes," *Strategic Management Journal*, 10, 1989, 121-134.

④ Richard A. Lambert, David F. Larker, and Keith Weigelt, "How Sensitive Is Executive Compensation to Organizational Size?" *Strategic Management Journal*, 12 (5), July 1991, 395-402.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

释为什么高级经理们扩大公司规模而不提高公司利润的并购建议没有受到很大的阻力。他们的研究结果在这一领域并不是唯一的。总而言之，这一领域的研究都表明高管薪酬与公司规模成正比关系，但是高管薪酬与公司业绩表现的关系并不显著。①

公司的控制性决策和股东财富效应

公司管理层的薪酬协议是否会影响管理层对并购交易的态度？如果答案是肯定的，那么由薪酬中有很大一部分是股票薪酬的管理层所提议的并购交易在市场上是否会有不同反应呢？两位杜塔和拉曼（Dutta，Dutta and Raman）调查分析了 1993—1998 年期间 1 719 起美国公司的收购案例。② 这一时期很多公司向高级管理层提供了大量股票期权。所以，这段时期最适合测试市场的反应，公司管理层追逐的并购交易是否会给股东带来同样的结果。如果交易对股东而言是利空的，那么管理层也会在交易中遭受损失。他们研究发现，如果公司管理层有大量的薪酬是股票薪酬，那么市场对管理层提出的并购交易会作出积极反应；反之，如果管理层只拥有很少量的股票薪酬，那么市场会作出负面反应。市场认为这些交易会给持有公司股票的管理层带来财务影响，他们不会进行对包括自己在内的公司股东不利的并购交易。

两位杜塔和拉曼还研究了收购方支付的收购溢价水平。当管理层持有公司股份时，收购溢价对他们的利益也有很大影响，那么他们对外报出的收购溢价会有不同吗？有意思的是，研究人员发现股票薪酬较高的公司对外支付的溢价比较少。同样，当管理层在某种程度上用自己的钱进行收购时，他们会很吝啬地支付收购溢价；而当用其他股东的钱进行收购时，管理层会很慷慨随便地处理公司财富，因为他们自己没有从这些施舍中遭受什么损失。两位杜塔和拉曼还发现，相对股票薪酬较低的同行而言，股票薪酬较高的管理层会收购增长机会更大的公司，因为他们更倾向于收购那些更能给自己和股东带来更高股权收益的公司。同样，股票薪酬较低的管理层或公司的收购业绩远远不如股票薪酬高的同行。

两位杜塔和拉曼的研究表明，如果管理层的利益和公司股东紧密相连，那么他们会进行更好的并购交易并且支付更少的收购对价。可以合理推测，这些管理层会尽最大努力寻找更加理想的并购交易。市场很清楚这点，所以当这些持有股份的管理层宣布并购提案时，市场反应积极；而当管理层没有把自己的薪酬与交易风险绑在一起时，市场会通过降低收购方公司的股价来惩罚他们。

---

① H. L. Tosi and L. R. Gomez-Mejia, "The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective," *Administrative Science Quarterly*, 34, 1989, 169 - 189.

② Sanip Dutta, Mai Iskandar-Dutta, and Kartik Raman, "Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions," *Journal of Finance*, 56 (6), December 2001, 2299 - 2336.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

良好的公司治理能提升公司价值吗?

本章中我们已经零星地讨论了这个问题，通过对独立董事等特殊公司治理问题的研究，我们发现良好的公司治理与提升公司价值有重要的联系。许多研究都是采用短期事件研究的方法来确定特定的公司治理要素的功能。我们已经讨论过这些研究在确定长期效果方面也很显著。冈珀斯、石井和迈特里克（Gompers，Ishii and Metrick）运用公司治理指数（G）来分析一系列公司治理要素对股东长期价值的影响。[①]在他们的指数中，运用了 24 项公司治理要素对 20 世纪 90 年代的 1 500 家大型公司进行了分析。样本信息从投资人责任研究中心（Investor Responsibility Research Center）公司章程数据库中收集。这些公司治理要素包括反绿票讹诈、分层董事会、毒丸、金色降落伞等。研究发现运用托宾 Q 值测量的公司价值与公司治理指数之间有密切的相关性。根据他们构造的指数，使较低的 G 值代表较好的公司治理。研究结果表明，低 G 值会产生高托宾 Q 值，并且当追踪样本公司在 20 世纪 90 年代的经营表现时，G 值与托宾 Q 值之间的关系是明显增强的。在 20 世纪 90 年代初，G 值每上升 1%会使 Q 值下降 2.2%。到 90 年代末期，G 值每上升 1%会使 Q 值下降 11.4%。这说明，公司治理水平与公司价值密切相关，并且随着时间推移两者之间的关系变得更加紧密。

高管薪酬和并购后业绩

高级管理人员的薪酬会受到并购项目成败的影响吗？对那些从事大规模并购交易并且将并购用作发展战略的公司而言，把管理人员薪酬与并购的成功挂钩是很有意义的。施密特和福勒（Schmidt and Fowler）调查分析了 127 家公司，其中 41 家公司进行了股权收购，51 家公司进行了非股权收购，另外 35 家公司取得了控制权。[②] 与前面已经讨论过的研究结果一样，股权收购容易出现在敌意收购中，会使收购方在交易完成后股东收益明显下降。而不采用股权收购方式的公司就不是这样，包括取得控制权的公司。有意思的是，从公司治理角度而言，股权收购方和非股权收购方支付的高管薪酬都要比取得控制权的公司的高管薪酬更高。对采用股权收购和敌意收购方式进行收购战略的公司而言，虽然这些收购可能会给公司股东带来损失，但公司还是会通过高额的薪酬向管理层支付“分红”。公司收购可能会增加管理层的个人财

---

① Paul Gompers, Joy Ishii, and Andrew Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, February 2003, 107 - 155.

② Dennis R. Schmidt and Karen L. Fowler, "Post-Acquisitions Financial Performance and Executive Compensation," *Strategic Management Journal*, 11 (7), November/December 1990, 559 - 569.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富，但是不会增加股东的价值。所以董事会在监督那些有并购情结的管理层时要特别小心。一般股东遭受损失的风险会比较大，管理层会以牺牲股东利益为代价获取私利。所以，董事会在审查并购交易时，要特别确定这些交易是否真的会使股东财富最大化，而不是仅仅给管理层带来经济和精神收益。

对等合并和公司治理

在对等合并中，两家公司通过友好谈判最终合并为一家公司，谈判一般是在两家公司的管理层队伍间进行，尤其是在两家公司的 CEO 之间。研究结果显示，与传统的并购相比，在对等合并中并购方（一般是合并中较大的一方）业绩比较好，而被并购方业绩比较差。伍尔夫（Wulf）的研究说明了这一点，通常并购方股东在对等合并后获得的收益要高于被并购方。[①] 她指出对等合并中两家公司管理层和董事之间进行的谈判是导致对等合并给两家公司带来不同经济后果的重要因素。[②] 她发现尽管被并购方董事在合并后的公司中取得了相等的或者更多的控制权，但是被并购方股东的额外收益却比较低！这个问题同样与公司治理相关。作为被并购方股东的受托人——被并购方董事，是否以股东的利益为代价换取自己在新公司中的职位并且控制合并后的新公司？我们必须承认的是，至少这些职位给那些董事带来了对他们而言很重要的薪酬。如果这些薪酬不重要的话，他们应该免费担任董事工作，但这在公司领域，是不符合常理的。

伍尔夫在研究中还发现了另外一个有意思的结果，这也是与公司治理紧密相关的一个分支。对很多大型的但是业绩表现很差的被并购公司和正处于行业重组中的公司而言，共享公司治理权这种方式很普遍。公司经营不佳或者所处行业正在经历整合的被并购公司的 CEO 会努力促成对等合并，从而防止剥夺其管理权的收购发生。他们将友好的对等合并视为自己的最佳选择，尽管这可能是自私的，也不符合股东的最大利益。

案例研究

世通公司——很好的兼并计划但失去了控制*

世通公司本来是实施很好的并购战略的公司典范，但是因为在并购的道路上走得太远以至被破产清算，真是“成也萧何，败也萧何”。并购使得世通公司不断发展壮大，能够与美国最大的电信公司竞争。世通公司曾经是公司并购领域的成功典范。但是，这个伟大的公司成长故事却戛然而止，风光不再。

---

① Julie Wulf, “Do CEOs in Mergers Trade Power for Premiums? Evidence from Mergers of Equals,” University of Pennsylvania Working Paper, June 2001.

② Ibid.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世通公司的并购历史

世通公司起源于一家名叫 LDDS 的小规模电信经销商。美国电话电报公司的分拆，使得其他公司能够进入电信领域与这个历史悠久的电信巨头竞争，在这个过程中，LDDS 的电信经销业务也得到了成长。当时，美国电话电报公司给购买该公司大量长话网络时段的客户提供折扣。很多小型公司大量购买长话时段再低价转售给消费者，这些消费者能比自己直接从美国电话电报公司购买获得更加优惠的价格。所以，整个电信经销业务发展起来了。但是，这些经销商的利润往往受到很大的限制，因为它们必须在通话起始和结束阶段发生线路交换和接通成本。电信经销商最后逐渐演变为两个分支——无交换机和有交换机经销商，一些经销商购买了自己的交换机以减少从其他电信商那里购买长话网络的成本。电信经销商行业通过并购逐步发展壮大，其中的一家公司——LDDS 通信公司（LDDS Communications），通过并购发展成为密西西比州的电信经销商。伯尼·埃博斯就是这家公司的头头，当时他在公司并购领域还鲜有名气。

创立世通公司的最初想法可以追溯到 1983 年埃博斯和朋友们在密西西比州哈蒂斯堡的一次晚宴，当时考虑到美国电话电报公司分拆已经成为事实，他们就提出了一个组建一家长途电话公司的想法。埃博斯起初投资了一家公司，在公司经营不佳的时候，他自己承担了管理工作。6 个月内他改变了公司状况，使公司扭亏为盈。由此他显示出自己拥有出色高效地管理一家小公司的能力。多年后，他将证明这个能力并不意味着他能管理好一家几十亿美元的庞然大物。埃博斯能够通过并购高效地建立起一家大公司，但是在管理这家大公司时，他遭遇了失败。

公司业务不断发展，到了 1989 年，公司通过收购一家上市公司——优势公司（Advantage Companies）而公开上市。通过这次交易，LDDS 已经发展成为在 11 个州拥有分支机构的公司，主要分布在美国南部和中西部。LDDS 接下来的一笔大型交易是在 1993 年进行的三方交易，LDDS 与 Metromedia 通信公司（Metromedia Communications）和 Resurgens 通信集团（Resurgens Communications Group）合并。三家公司都是能够提供全方位长途电话业务的公司。埃博斯明确了通过并购壮大公司的战略，他不会放慢脚步。与美国电话电报公司和 MCI 电信公司等行业巨头相比，LDDS 仍然是一家规模相对较小的公司，但是公司通过并购取得发展的道路不可否认。1994 年的最后一天，埃博斯完成了对 IDB 通信公司（IDB Communications Corp.）的收购，1995 年 1 月 5 日，又紧接着收购了 WilTel 网络服务公司（WilTel Network Services）。IDB 公司与其他国家签有 200 多项电信营运协议，所以这次并购使 LDDS 进入了国际电信市场。WilTel 拥有全国性的数字光纤网络，是全美仅有的四家拥有这种网络的公司之一。所以通过这个网络，LDDS 能够转移部分流量并且节省租借外部网络的费用。完成这些交易后，LDDS 更名为世界通信公司，不仅成为美国的主要电信公司，也跻身于世界电信市场。并购帮助世通公司实现了几何级的增长，从图 A 到图 C 可以直观地看到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

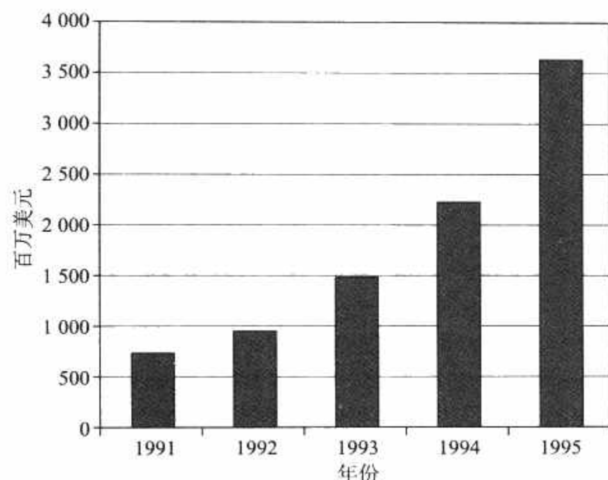


图 A　世通公司收入：1991—1995 年

资料来源：WorldCom Annual Report。

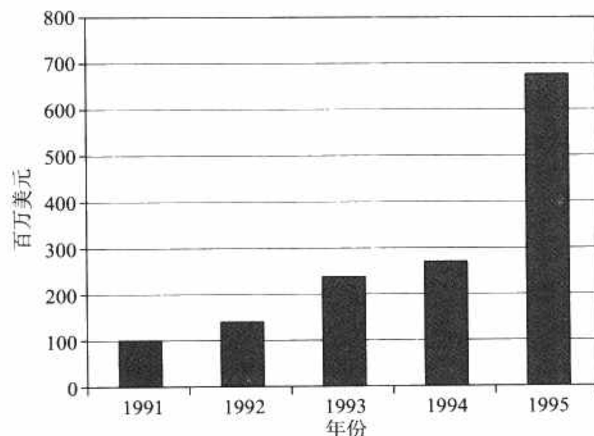


图 B　世通公司经营收入

资料来源：WorldCom Annual Report。

1996 年 12 月，世通公司通过与 MFS 通信公司（MFS Communications）一项价值高达 140 亿美元的兼并完成了历史上第一次超大规模并购。这次交易给世通公司带来了很多好处。其中一项是 MFS 在美国和欧洲拥有各种本地电信网络。另一项是 MFS 拥有主要的因特网服务提供商——UUNet，这可以让世通公司给客户提供更多的打包服务。但是埃博斯仍然不满足于这些荣誉。他决心将世通公司发展成为行业龙头。1997 年他继续进行其他并购交易以实现这个梦想。

1998 年初，世通公司又完成了另外 3 项交易。它们分别是对 BrooksFiber 公司（一家从事本地电信交换业务的公司）、Compuserve 公司和 ANS 通信公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

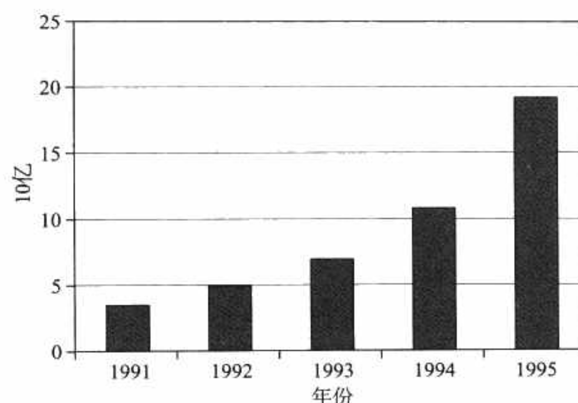


图 C　世通公司的通话分钟

资料来源： WorldCom Annual Report。

(ANSCommunications) 的兼并。Compuserve 公司是从 H&R Block 公司手中购买得到的。H&R Block 公司在收购了 Compuserve 公司后，一直没有获取可观的利润，因此出售这家公司使自己解套。在 1998 年秋，世通公司宣布进行一项并购交易，确立了自己在世界通信行业的龙头地位。1998 年 9 月，世通公司以 400 亿美元兼并了 MCI 通信公司。到 1999 年，世通公司收入已经超过 370 亿美元——但都是通过并购取得的，而不是通过公司自身发展取得的。虽然公司在 20 世纪 90 年代初的发展已经非常迅猛，但是公司在 90 年代末的表现更是让之前的表现相形见绌（参见图 D)。尽管 1995—1998 年期间公司收入增长迅速，但是公司利润却没有大幅增长，虽然在 1999 年公司利润比较合理可观（参见图 E)。

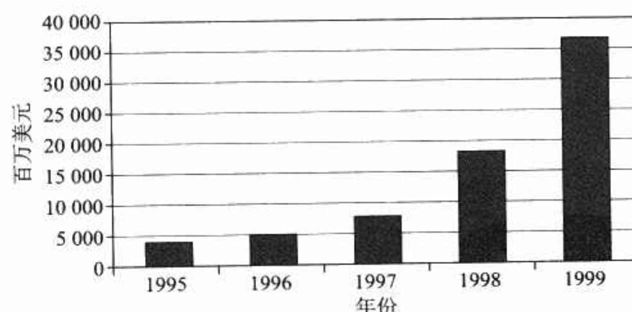


图 D　世通公司收入：1995—1999 年

资料来源： WorldCom Annual Report 2000。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

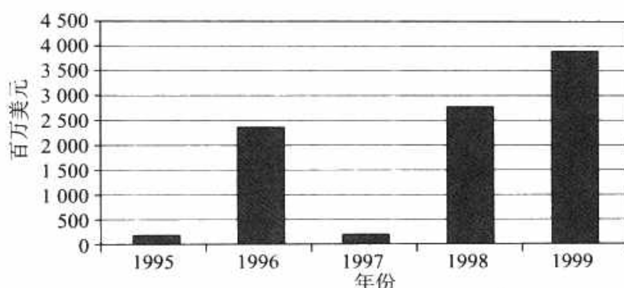


图 E 世通公司净利润：1995—1999 年

对 MCI 公司的兼并使世通公司登上了一个新的台阶。但是，埃博斯并不满足于原地踏步。他的专长是从事并购交易，因此他努力寻找更多的交易。他与斯普林特（Sprint）通信公司达成了一项价值 1 550 亿美元的换股收购交易。但是，交易立即引来了反垄断审查。市场对司法部可能批准此项交易持怀疑态度，最终司法部在 2000 年 7 月终止了这项交易。这个时候开始，世通公司的股票价格开始下跌，直到公司破产，股价再也没有恢复到以前的价位。令人吃惊的是，埃博斯还在不断进行并购。2001 年 7 月，世通公司宣布收购 Intermedia 通信公司（Intermedia Communications）。

就在埃博斯通过并购交易不断壮大公司的时候，他在公司的任职已经接近尾声，公司经营出现了不可逆转的下滑。刚刚处理完安然公司和阿德菲亚公司重大会计舞弊案件的美国证券交易委员会，接着对世通公司的会计处理问题进行调查。美国证券交易委员会对世通公司的收入确认和其他会计处理方法提出了质疑。调查显示世通公司账面上的很多收入和利润都是虚构的。埃博斯被迫于 2002 年 4 月 30 日辞职。世通公司的终结是当时美国历史上最大的公司破产案件。这次破产后，只有一家名为 MCI 的新公司仍然存在。

世通公司的并购战略犯了什么错误？

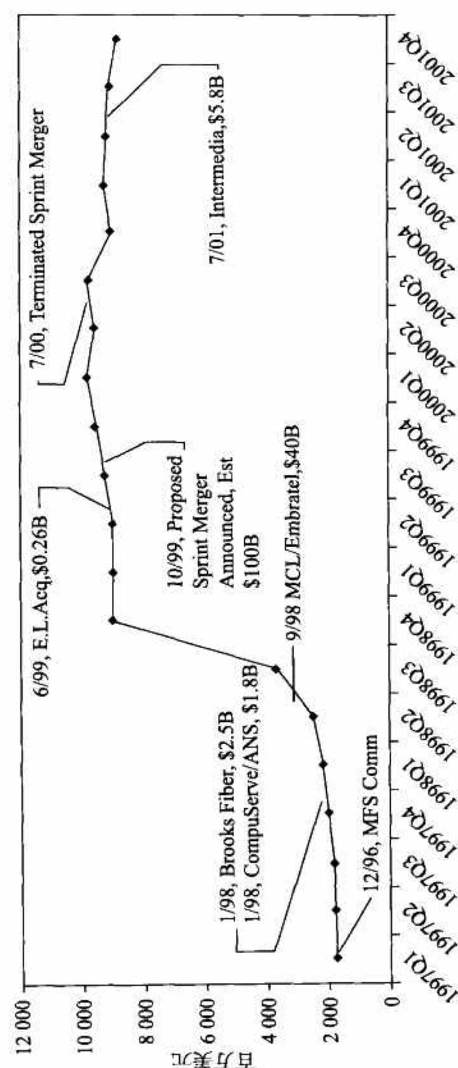
这是一个非常宽泛的问题。但是，我们能够提供一个简单的答案，可以说世通公司和公司 CEO 通过并购发展公司的战略是非常好的。直到并购 MCI 公司之前，该战略一直发挥了很好的作用，虽然有些问题已经开始产生。埃博斯擅长于从事并购交易，并将公司发展成为世界电信领域的领头羊。电信行业通过发展可以获得自然的规模经济。埃博斯通过并购促使公司发展的成绩已经使他成为美国商业发展史上的领军人物之一。但是什么地方出错了呢？公司在几个方面存在问题。最明显的问题是公司的会计操纵行为和其他被指控的不当行为。但是，从战略角度而言，问题在于埃博斯和世通公司不能及时停止并购的狂热。并购的确是埃博斯擅长的，但是他同时也证明自己不擅长于管理一家大型公司的日常事务。他在公司总部对细枝末节的琐碎管理非常可笑：

公司通知举行一次战略会议，高级管理人员不能缺席。两个月前，世通公司分布在世界各地的高级管理人员要聚集到公司位于密西西比州克林顿的总部开会。他们必须来倾听 CEO 埃博斯关于如何拯救公司的宏伟构想，公司正深陷债务泥潭、发展缓慢并且对会计处理的质疑日益增加。但是经理们听到的却是老板对公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

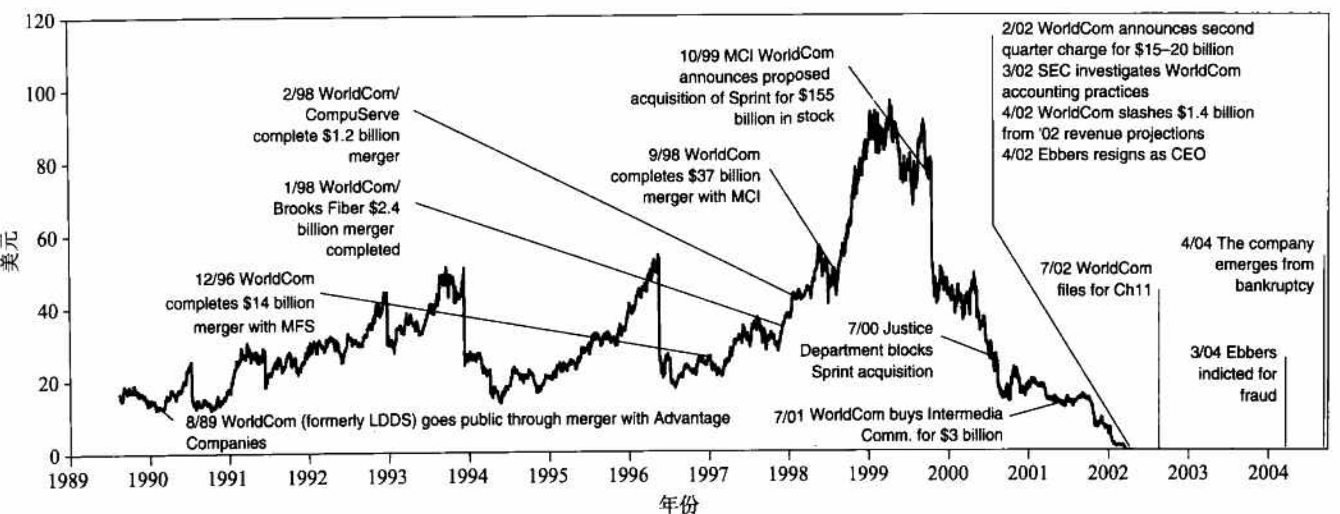
司休息室里的咖啡失窃大发雷霆。

埃博斯怎么知道咖啡失窃的呢？原来他把咖啡袋和过滤纸配好对，结果到了月底，过滤纸要比咖啡袋多出一些。此后埃博斯命令他的经理必须遵守被称为伯尼七点注意事项的规定条例。他们要计算咖啡袋数，确定下班后没有电灯开着，为了节省冷气费要在夏季将空调温度上调4度，这是公司三位前任或现任经理描述的。一位参加这次会议的经理说，埃博斯像管理他父母留下的小店一样管理着一家400亿美元的大公司。他不知道如何发展公司，只知道一分一分地省钱。①



图F 世通公司各季度收入增长和主要的收购活动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图G 世通公司的股价上涨和下跌：1989—2004年

资料来源：Center for Research in Security Prices。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他报道称埃博斯在车间外面安装摄像头监控员工们吸烟休息时间。还有报道说埃博斯亲自审批公司5 000美元以上的支出，并且亲自修改公司发出的所有新闻稿。管理一家大型公司并不是埃博斯的长项。管理一家小公司或者进行富有创意而且大胆的并购交易与管理一个几十亿美元以上的庞然大物是截然不同的。实际上，埃博斯除了具备进行超大规模并购交易的能力外，更像一个小公司的经理。像经营一家小型私人公司那样去经营世通公司也给他个人带来了悲剧。在从公司辞职前，他不得不向公司借款3.66亿美元来偿还他到期的个人债务，他还得在公司股价低落的时候出售自己持有的公司股票。对于私人公司而言，从公司为自己谋利是正常的。但是当公司已经成为上市公司，很多股票为公众所持有时，公司就必须为这些股东利益服务，再也不是公司创始人或者CEO的私有领地了。

埃博斯及管理层在对这个电信巨头进行的资本结构管理方面做得也很差。公司借了大量的债务，2002年公司负债达到300亿美元，当年公司支付的利息为1.72亿美元，按计划2003年利息支出为17亿美元，2004年为26亿美元。[2]此外投资银行分析称世通公司2001年的现金流为负值。在公司市场份额和现金流面临负面压力时，公司一般不应该再大量借债，加大公司债务压力。公司手头上只有10多亿美元现金，从银行取得的贷款额度却高达80亿美元。并且公司贷款额度是要不断更新的，银行可能会重复审查公司的清偿能力。当世通公司面临清偿危机时，并购高手埃博斯却没有了应对措施。不合适的人选控制了公司的管理，导致公司危机加重。

显然当公司从并购战略中得到足够多的好处，发展壮大到一个比较高效的规模水平时，就应该停止继续交易的过程，至少暂时需要停止。公司内在的自然发展要成为战略重点，而不再是不断对外并购。世通公司董事会没有阻止埃博斯继续并购，寻找合适的人选来管理公司，最终让股东走上了股价下跌的道路。埃博斯带领世通公司走向了破产。后果是非常不幸的，埃博斯本来已经取得了令人瞩目的成绩，但是现在许多人只能记得他遭到了不当行为的指控以及他一手造成了世通公司的破产。如果董事会是称职的，在公司临近破产前及时要求埃博斯下台，那么谁会知道世通公司是怎样的另外一幅景象呢？一个好的职业经理人就能够继续维持并且发展壮大埃博斯创立的世通公司吗？

埃博斯没有遭到反对的原因在于世通公司没有绝对的控股大股东，不能站出来坚持要求董事会更好地代表股东利益。与这个失败案例相对照，很多年前曾经发生过一起著名的成功的公司治理案例，那就是通用汽车公司的案例，当时公司的CEO也像伯尼·埃博斯那样创立并管理着通用汽车公司。通用汽车公司由著名的并购能手威利·杜兰特（Willie Durant）创立。和埃博斯一样，他的最大长处在于从事并购交易和整合公司。同样和埃博斯一样，他也不擅长于公司的日常管理，不能创建一套管理架构使并购交易的通用汽车公司保持盈利。与埃博斯不同的是，杜兰特很清楚自己的管理弱点，他请求沃尔特·克莱斯勒推迟自己创立公司的计划来管理通用汽车公司。但是，克莱斯勒不能忍受杜兰特破坏性的和混乱的并购交易，最终选择离开通用汽车公司并成功创立了自己的著名汽车公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幸运的是，通用汽车公司有一个直言不讳的大股东——皮埃尔·杜邦，他坚持认为公司应当以盈利为首要目标，而不是变得规模更大。杜邦意识到杜兰特已经失去了他的用处，连续的并购交易必须停止。1916年杜邦要求杜兰特辞职，那时通用汽车公司是美国第二大汽车公司，但是危机重重，杜邦坚持要求杜兰特辞职。杜邦最后聘用著名的经理人——艾伯特·斯隆（Albert Sloan，麻省理工学院用他的名字命名了斯隆学院）更换了杜兰特。具有讽刺意味的是，杜兰特创立了世界上最大的汽车公司之一，去世时却一无所有。

世通公司战略失败的教训

• 从事并购交易的CEO必须受到董事会的控制。到一定阶段公司的并购战略就需要暂停或者停止。收购欲望强烈的CEO必须受到监督。同时他们需要证明，除了收购之外，自己还具备管理公司的能力。

• 公司并购和公司管理是两种不同的技能。一些经理能够同时兼备这两种技能，但是一些经理更擅长于其中一种技能。董事会必须将合适的人选放在合适的位置上。合适的并购专家能够促使并购交易走向成功，但如果他们不擅长于日常经营，那么就需要发掘更加合适的其他人选来管理企业。

* 资料来源：Patrick A. Gaughan, *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005), pp. 237-239。

① Charles Haddad and Steve Rosenbush, "Woe Is WorldCom," *Business Week*, May 6, 2002, 86.

② Haddad and Rosenbush op cit.

小 结

近些年来公司治理问题受到了很大的关注。注意力主要集中在财务舞弊和向公众发布的财务报表的数据操控上。各种力求改进公司治理问题的改革正在实施，比如萨班斯-奥克斯利法案中的一些要求。但是，涉及并购领域的公司治理问题还没有受到足够的重视。对并购交易的追踪评估还比较少，很多情况都表明在监督方面还存在缺陷。这是公司治理改革能够发挥作用的一个新领域。

董事会是监督公司管理层和CEO的主要力量，从而确保他们按照股东利益最大化原则经营公司。当董事会更加独立，与CEO关系不太紧密时，公司治理水平显得更好。但是当董事会与公司CEO沆瀣一气时，监督作用就难以有效发挥。大量的案例说明，如果CEO没有受到足够的监督，他们就可能在公司追求自己的私利。这些私利有时候表现为不断增长的薪酬和特权，有时候也表现为出于自负而不是出于股东利益构建庞大的公司帝国。独立的董事会，同时没有交叉董事存在，能够最有效地监督公司CEO。

研究分析了董事会和CEO在良好的并购交易和有效的监督中所扮演的角

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

色。从这些研究中我们知道在多个董事会中任职的“繁忙的”董事并不能很好地代表股东利益。“灰色”董事同样也做不到，他们通过与公司管理层的联盟取得董事薪酬之外的其他收益。另外，交叉董事会中，因为双方董事会中的董事之间存在默契友好的关系，也不能很好地为股东服务。只有董事积极、勤勉并且独立的董事会，才能最好地完成监督职责。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 章

合资企业和战略联盟

我们已经发现，虽然并购其他公司的成本很高，但是能够给完成交易的公司带来巨大的收益。不过交易者预期的收益大部分也可以通过并购之外的其他途径取得。合资企业和战略联盟就可以获得这些收益。本章中，我们将研究并购的两种替代选择——合资企业和战略联盟，考察这两种方式各自的收益和成本，并与并购进行比较。我们可以发现在一些情况下，公司更适合组建合资企业或者战略联盟，而在其他一些情况下，组建合资企业或者战略联盟无法实现公司目标，需要进行并购交易。

和对并购的讨论一样，我们会分析合资企业和战略联盟对公司股东财富的影响。研究市场对这些交易的最初反应，就像市场对并购活动作出反应一样，从而得知一项交易是否获利。

合同协议

在讨论组建合资企业和战略联盟之前，我们需要先讨论一下比合资企业和战略联盟更加简便的替代方式——交易方之间的合同协议。如果交易方之间的交易是明确的并且能够通过合同确定，那么签署合同是最节约且最高效的解决方式。例如，如果一家公司正在为自己产品的原材料担忧，考虑收购一家原材料供应商以减少可能出现的原材料供应不足的风险，那么通过与原材料供应商签署一项长期的供应合同也能达到降低风险的目的。公司可能没有必要组建合资企业或者战略联盟去获得供应商提供某项产品和服务的承诺。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，当产品还没有被成功开发、投入市场，需要供应商方面承诺特定的生产过程时，合同关系或许就不太合适了。如果供应过程更加复杂，牵涉到双方需要交换有价值的专有信息，甚至购买方需要向供应方提供资金进行长期且不确定的研发，例如在生物技术与制药公司之间，合同关系可能就不够充分，如果不采取直接的并购，那么就需要组建合资企业或者战略联盟。虽然组建合资企业或者战略联盟也需要合同协议，但是大部分合同协议都不属于合资企业或者战略联盟。合资企业和战略联盟之间的合同关系要远远超过普通的商业合同。这类合同更加复杂，对合同双方的权利义务关系界定更加明细。

战略联盟、合资企业和并购之间的比较

战略联盟组建方之间的关系要比合资企业松散，合资企业相应地又比并购松散。根据资本投资、控制权和撤销成本排序，图 13—1 显示在三者之间，战略联盟位于最低端，其次是合资企业，再次是并购。

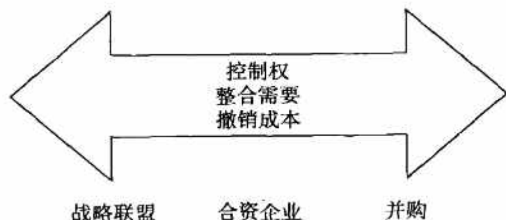


图 13—1　公司承诺程度比较

合资企业

合资企业中，两家或多家公司通过特定资产的联合，为共同的商业目标努力。一般联合持续的时间是预先确定并且有限的。这是企业合资与并购的又一个不同点，因为并购一般都是没有明确期限的，除非在特定的交易中明确购买一家公司是为了在限定的时间内将公司再次出售。最近有很多例子，一些私人权益公司购买上市公司，把它们退市并促使公司业绩提升，然后再以比购买时高得多的价格出售。但是，本章中我们讨论的交易方式与此有很大的不同。

组建合资企业的各方仍旧保持独立性，像组建合资企业之前一样继续独立经营。合资企业以独立的公司或者合伙企业的形式正式组建成公司实体。参与各方签署的正式合同明确规定各方对合资企业业务经营的控制权，以及如何参与分享利润和分担损失。可以把合资合同看成各方确保合资企业实现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己目标的路线图。

合资企业可以用来实现很多商业目的。如果两家公司各有特定资源，一旦联合起来就能生产和销售特定的产品。例如，一方是传统的药品制造商，另一方是生物技术公司。制药公司希望利用生物技术公司的研发资源研究一种治疗某种疾病的新药。如果只是这个目的，那么收购生物技术公司会给制药公司带来一些它不感兴趣的资源，这是获得该药品研发能力的最昂贵途径。制药公司可能具有完善的药品销售网络，一旦这种药品生产出来，就能很快占领市场。在这个案例中，双方就可以把各自的优势资源放到一起，组建一家企业，各方都能从中获利。解决方案就是组建一家合资企业，将生产和销售此药品的资源合并，或许将来双方并不需要进行其他合作。当然，如果这家合资企业很成功，那么双方也可以组建其他项目的合资企业。

合资企业也是潜在的并购方之间衡量相互合作潜力的方法。在组建合资企业或战略联盟后，双方不同的公司文化就会暴露无遗。如果冲突是无法消除的，那么组建合资企业或者战略联盟发生的成本比较少，而并购则会侵蚀公司股东利益。

创建合资企业的动机

如果我们认为并购能够将两家不同公司的资源整合到一起，那么，合资企业在一定程度上也可以实现相同的目的。创建合资企业的动机是多种多样的，下面总结出了一些常见的动机：

- 提高研究和开发能力。例如，一家制药公司可能与一家擅长研发的公司组建合资企业，以获得自己迫切需要的研发能力。而另一方面，研发能力极为重要，以至一家公司准备靠它发展，于是干脆直接并购。2006 年，默克制药公司就以 11 亿美元收购了生物技术公司锡尔纳治疗公司（Sirna Therapeutics），从而直接拥有锡尔纳治疗公司非常有发展前景的 RNAi 基因技术。
- 获得关键的原材料供应。两家或多家公司可以组建合资企业以保证自己产品生产的原材料供应。这些供应既可能是石油公司合资开采石油，也可能是公司合资培训员工。
- 扩大产品销售渠道。两家公司可以签署合资协议，从而使一方或者双方扩大产品销售渠道。某家公司可能是某种产品的生产商，但是缺乏销售渠道，而另一家公司拥有现成的销售能力。
- 开拓国外市场。国际合资企业能够帮助在不同国家经营的公司联合起来在一个或多个国家获得收益。这种国际合资企业在汽车行业非常普遍。2006 年 11 月，法国雷诺汽车公司（Renault）宣布与印度马亨德拉集团（Mahindra and Mahindra）组建合资企业。双方同意共同建设汽车生产线，开拓高速发展的印度汽车市场。雷诺公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司是组建合资企业的老手，例如曾经与日本尼桑汽车公司（Nissan Motors）组建过合资企业。

案例研究

联邦快递和天津大田集团——合资企业成为收购的先驱

进行企业合资可以让一家公司测试拟收购对象，了解其优势和弱点。与其他公司组建合资企业能够让彼此了解在一起工作的成效，也能够使拟收购方切身感受到协同效应的虚实。通常合资企业比收购要简单和便宜得多。2006 年，联邦快递公司（Federal Express）宣布购买合资方天津大田集团 50%的股权。这两家公司在 1999 年组建了国际快递合资公司。联邦快递购买了大田公司在合资企业中的权益，同时也取得了大田公司在中国的国内快递业务。与大田集团的合资经历使得联邦快递获益颇丰，联邦快递也要像其竞争对手 UPS 和德国邮政公司（Deutsche Post AG）的敦豪（DHL）一样，更加迅速地开拓中国市场。中国市场是世界上发展最迅速的市场之一，这次交易是联邦快递开拓中国市场的关键部分。交易完善了联邦快递在中国的快递服务。

联邦快递的两个竞争对手也与中国当地的运输公司组建了合资企业。UPS 与扬子江快运航空有限公司组建了合资企业，DHL 则与中国对外贸易运输集团总公司组建了合资企业。联邦快递最早是在 1984 年进入中国市场的。收购大田集团使联邦快递在中国拥有 6 000 名员工——几乎都是中国人。联邦快递希望以大田集团为基础在中国市场迅速扩张。[①]

① *Daily Deal*, January 24, 2006, p. 1.

合资企业和监管法规

两家公司采用合资企业的形式代替正式的并购并不能使它们规避在并购中可能遇到的监管法规。反垄断审查就是这样。如果企业合资导致市场竞争程度降低，谢尔曼法和克莱顿法中的反竞争条款同样适用于合资企业。美国司法部或美国联邦贸易委员会质疑的合资企业案例并不比并购少。理论上，对商业联合和限制市场竞争的法律审查是相同的。永远记住，公司组建合资企业和战略联盟不能规避反垄断审查，这些法律同样适用。但另外需要记住的一点是，如果反垄断部门认为合资企业限制了市场竞争，那么合资企业的取消成本要比已经完成的并购低很多。

合资企业的股东财富效应

本书第 3 章和其他章节对公司合并带给股东财富的影响进行了考察。研究发现市场对公司并购公告的反应通常是负面的，目标公司股东也不能获得很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的收益。当目标公司股东获取溢价时，假设溢价不是采用股票的形式，并且股东不会把那些股票持有较长一段时间，那么他们的收益是一定的。借鉴并购对股东财富的影响，顺理成章的问题就是“股东在合资企业的形式下收益如何”。

麦康奈尔和南特尔（McConnell and Nantell）对 1972—1979 年间涉及 210 家美国公司的 136 起企业合资进行了研究。[1] 合资企业存在于很多行业中，出现最多的是在房地产开发行业（18/136%），其次是在电视和电影行业（14/136%）。这项研究和许多对并购公告进行的事件研究一样，主要针对合资信息发布期间进行短期研究。需要牢记的是，所谓的短期是指市场对发布信息进行调整的短暂期间，比如合资信息发布的前后各三天，但是市场的这种调整反映了市场对合资盈亏的长期效果的预期。市场在很短的时间内作出了反应，却是对长期效果的预测。这与长期研究不同，长期研究关注事件发生后的财务表现，很多年以后才能得到相关研究成果。

麦康奈尔和南特尔的研究表明，合资信息宣布后，公司股东在宣布期内获得的收益率是 0.73%。把房地产行业从样本中剔除，得到的研究结果是类似的。研究结果还表明上述收益是平均分配给合资企业参与各方的。当研究者将上述小百分比的收益率转换成美元数额时，平均收益为 480 万美元。

麦康奈尔和南特尔的研究表明，当考虑到股东财富效应时，合资企业是并购的一种可行替代方式。并购能否达到公司的期望目标要视个案决定。虽然同样也需要根据具体情况来决定，但不能简单认为合资企业缺乏像并购那样增加股东财富的作用。合资企业不能提供的而收购交易能提供的是被收购公司股东获得巨额购买溢价。没有这个溢价，管理层作出超额支付的错误决策的机会会大大减少。他们可能仍然会在谈判中为自己公司签订糟糕的合同条款，但是造成巨额经济损失的可能性会受到限制。

麦康奈尔和南特尔关于合资企业能给股东带来正面财富效应的研究结果同样在伍里奇和斯诺（Woolridge and Snow）的相关研究中得到证实。他们研究了 102 个行业中涉及 248 家公司的合计 767 起战略投资决策的信息发布。[2] 这些战略投资包括合资企业、研发项目和重大资本投资等。他们的研究方法也是考察市场对这些战略决策公告的反应。总体来说市场对这些信息公告作出了积极反应。当把上述信息公告按照不同种类进行细分时，他们发现市场对创建合资企业的信息公告作出了积极的反应。这个结论与麦康奈尔和南特尔的研究发现是一致的。

---

① John J. McConnell and Timothy J. Nantell, “Corporate Combinations and Common Stock Returns: The Case of Joint Ventures,” *Journal of Finance*, 40 (2), June 1985, 519－536.

② J. Randall Woolridge and Charles C. Snow, “Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions,” *Strategic Management Journal*, 11 (5), September 1990, 353－363.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同合资类型对股东财富的影响

麦康奈尔和南特尔根据行业类型对股东财富效应进行了研究，但是没有根据合资类型区分股东财富效应。约翰逊和休斯敦对1991—1995年间的191家合资企业进行了研究。[①] 他们将这些合资企业划分为垂直型合资企业（vertical joint ventures，55%）和水平型合资企业（horizontal joint ventures，45%）。垂直型合资企业是指供应商和购买商之间的合资企业。水平型合资企业是指经营类似的业务，可以从合资方取得产品销售给自己的客户，或者共同生产和销售产品给同一个客户的企业之间的合资。研究结果表明合资企业能使股东财富平均增长1.67%。在水平型合资企业中，合资企业参与各方共同分享这些收益。在垂直型合资企业中，股东财富增长更高，达到2.67%。特别有意思的是，在垂直型合资企业中，上述收益并不是合资双方都能获得的。供应商获得的平均收益为5%，在70%的情况下，收益是正数，购买商获得的平均收益只有0.32%，在统计上并不显著，并且只有在53%的情况下，收益是正数。在垂直型合资企业中，最大的赢家是供应商，可以获得大量收益，而在市场上看不到购买商获得大量收益。

约翰逊和休斯敦发现当两家公司组建合资企业，尤其是收益很大的垂直型合资企业时，合资双方可能已经签过与合资企业相当的合同。为什么他们会选择合资企业作为替代呢？他们研究了一些合同关系的信息发布，发现市场对这些信息发布也是作出积极反应的。但是他们发现当合同关系的交易成本比较高时，公司就会选择组建合资企业。他们把这种交易成本形容为“延误风险”（hold-up hazards）。例如，一家供应商需要针对购买方的需要进行专门投资，比如购买特定的机器和生产资料来生产购买方指定的产品。尽管合同关系能够给供应商在合同期内提供一些暂时性保护，但是一旦合同期结束，供应商会很容易受到伤害，除非这些设备投资能够转售给其他买家。对这些类型的交易来说，约翰逊和休斯敦发现合资企业形式比单纯的合同关系要好得多。

企业重组和合资企业

公司有时候可以通过合资企业进行重组或者出售。例如一家公司准备剥离自己的一个部门，但是要找到能支付足够价值以使公司剥离这个部门，并且100%购买这个部门的合适买家又很困难。一个替代方案就是出售其中的一部分，通过合资企业的形式先运营这个部门。如果公司确实想全部出售这

① Shane Johnson and Mark Houston, “A Reexamination of the Motives and Gains in Joint Ventures,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (1), March 2000, 67-85.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个部门，那么就可以在合资时与合资方洽谈，当合资企业在将来某个时点出现特定事项时，买方就应该购买这个部门的剩余股份。这些特定事项可以是合资部门在将来达到一定的业绩目标。这样，卖方就可以逐步地找到买方。买方也可以使用这个部门的生产能力而不需要在一开始就全部买下。如果买方能够购买到目标公司的控制权，那么就可以签订符合自己需要的合同而不需要 100%完全购买。如果一段时间后发现公司盈利了，那么就可以决定买下全部股权而不再是分享股权。卖方同样可以在合资协议中要求，如果合资企业达成一定的目标，买方就应该在特定时间内买入剩余股份、完成购买。

合资企业的潜在问题

合资企业中也会产生一些潜在的问题。合资企业并不是替代并购的良方妙药。这从市场上仍然存在大量的并购交易可以明显地看到，如果合资企业是万能的，那么我们就会看到更多的企业合资而不是兼并与重组。合资企业可能存在的问题根据合资类型的不同而有所差别。合资企业可能因为合资方不能一起团结工作而失败。合资方之间可能意见相左，从而阻碍合资企业实现发展目标。合资企业可能要求合资双方共享知识产权或者其他专利知识，但是合资方可能不愿意分享这些信息或者一方用另一方不能接受的方式使用这些信息。如果合资活动是公司整体业务的一部分，那么合资方有可能不会完全履行自己的承诺，这也会阻碍合资企业实现自己的目标。其他问题可能还包括合资企业没有完成合资目标。我们发现这些问题同样也在战略联盟中存在。

战略联盟

与合资企业相比，战略联盟是一种不太正式的公司联合方式。在合资企业中，会建立一个独立的经济实体，而在战略联盟时，联合协议与合作关系就不是很正式。在制药、航空和电脑行业中，战略联盟关系很普遍。服务于不同地区市场的航空公司经常组建战略联盟或者签署航空合伙协议。根据这些协议，它们仍然是独立的航空公司但是可以共享一些航线。这就可以让公司留住一些想在公司既有航线之外旅行的顾客。每个航空联盟参与者都可以销售所有航空路线，同样的航行可以被每个参与者标识为不同的航班号。通过航空战略联盟，每一个参与者都可以给自己的顾客提供全球飞行网络。另外，当行业中的一些公司组建战略联盟后，会给竞争对手施加压力，迫使他们也参与联盟以避免只能提供较小飞行网络的尴尬。

提升研发能力也是公司组建战略联盟的主要原因。鲁宾逊（Robinson）报告的一项美国国家科学基金会的研究显示，在十家与研发工作相关的公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中有一家是从公司外部实现研发职能的。[①] 鲁宾逊和斯图尔特（Robinson and Stuart）还报道了美国药品研究与制造商协会（Pharmaceutical Research and Manufacturers of America）的一项调查，结果表明“2000 年美国本土通过制药行业资金资助的药品研发活动价值 260 亿美元，其中大约 25%的研发活动是通过 700 多份合作协议由外部组织进行的”。[②] 例证之一就是瑞士制药公司诺华（Novartis）与生物技术研究公司 Vertex 之间签署的联盟协议，诺华公司将向 Vertex 公司支付各种款项，包括 6 亿美元启动款，并在以后 6 年每年支付 20 万美元，以换取 Vertex 公司研发药品的市场销售权。根据这些协议，制药公司可以从生物技术公司获得自己并不具备的药品研发技术。随着制药行业技术革新的加快，研发新药的方法也在变化。近些年来，制药公司研发新药的方法发生了改变，许多制药公司已经缺乏现代化的新药研发能力和专业水平。制药公司需要获得生物技术公司的研发能力，只有这样才能在有限的时间内实现快速发展，继续与通过内部研究或者与其他生物公司联合的同行展开竞争。

战略联盟的治理

当一家公司收购另一家公司时，收购方通过支付对价换取对目标公司的控制权，从这个意义上说，治理过程是有等级的。收购方掌管目标公司——最好以能够促使收购方股东财富增加的方式来掌管。而战略联盟的治理却是双向的，取决于联盟双方签署的协议以及促成联盟的非法律承诺。通过联盟协议，联盟方可以降低其他松散安排可能导致的各种成本。但是这并不意味着他们就失去了其他战略行动的机会。根据联盟的不同类型，参与各方基本的信赖关系是必须要有的。如果联盟的成功需要各方共享保密的专有信息，那么各方就必须保证专有信息不会被不当使用。如果不能确保这一点，那么就会威胁到联盟的成功，因为有的联盟方可能不愿意与其他方共享确保联盟成功的专有信息。

对合资企业中的控制权分配进行经济和财务分析的文章有很多。[③] 涉及新技术研发的联盟控制权分配尤其重要。阿吉翁和梯若尔（Aghion and Tirole）指出有两个因素支配着控制权的分配，我们再加上第三个因素：

1. 任何一方投资不足将对联盟的成功产生负面影响；

---

① David Robinson, “Strategic Alliances and the Boundaries of the Firm,” Working Paper, Columbia University, Graduate School of Business, November 2001.

② David Robinson and Toby Stuart, “Financial Contracting in Biotech Strategic Alliances,” Working Paper, Columbia University, Graduate School of Business, February 2002.

③ Phillipe Aghion and Jean Tirole, “On the Management of Innovation,” *Quarterly Journal of Economics*, 109, 1994, 1185-1207.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 联盟双方进行谈判的相对实力；

我们还可以增加的另外一个因素是：

3. 联盟一方采取的投机取巧的行为将对联盟结果产生负面影响。

勒纳和墨杰斯（Lerner and Merges）对制药公司——礼来公司和生物技术公司——Repligen公司的交易进行了描述。这两家公司合作进行一项治疗炎症的单克隆抗体项目：

谈判中讨论了三个领域的控制权问题。第一个是关于临床实验的管理问题，需要在什么时候采用什么药品。第二个问题是对市场推广战略的管理，礼来公司在这个领域经验丰富，Repligen只是一般了解。第三个问题是双方都希望承担药品开发和最终的批量生产。实际上，Repligen刚刚收购了一家细胞培养工厂，是进行此药品生产的关键环节。

最后协议中对控制权的安排为投机行为预留了很大的空间。Repligen公司有很大的灵活性可以从事候选药品的研发（公司在这个方面有很多经验），但是只有等到取得实质性成果后才能继续进行生产开发。礼来公司主要管理营销事务，Repligen公司主要管理生产性事务，除非在监管方面遇到重大问题才会改变这种安排。[①]

勒纳和墨杰斯对生物技术公司及其赞助商之间的200份联盟协议进行了实证研究。研究结果与上述案例中的结果是一致的。他们发现，控制权一般由规模较小的联盟方享有，有助于提高他们的经济状况。在制药行业，把控制权分配给较小的公司是最理想的，但公司的经济状况是一个限制因素。经济状况较好的小公司在谈判中处于强势地位，也是一个风险不大的联盟参与方。大的制药公司很难强迫经济状况较好的生物技术公司达成某种协议。他们对经济状况较好且较小的生物技术公司更加有信心，对承诺事项的担忧也比较少。

战略联盟的股东财富效应

与对合资企业的研究一样，我们来探讨战略联盟对股东财富会有什么影响。陈、肯辛格、基翁和马丁（Chan，Kensinger，Keown and Martin）对1983—1992年间345起战略联盟带给股东财富的影响进行了分析。[②] 样本中几乎一半的联盟都是以市场推广为目的而组建的。整体而言，他们研究发现战略联盟带来的额外收益为正的0.64%。这与麦康奈尔和南特尔对合资企业研究得出的结论相似。陈、肯辛格、基翁和马丁研究发现，没有证据表明联盟

---

① Josh Lerner and Robert P. Merges, "The Control of Strategic Alliances: An Empirical Analysis of Biotechnology Collaborations," NBER Working Paper No. 6014, April 1997.

② Su Han Chan, John W. Kensinger, Arthur Keown, and John D. Martin, "Do Strategic Alliances Create Value?" *Journal of Financial Economics*, 46 (2), November 1997, 199-221.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方之间存在明显的财富转移，也就是说没有迹象表明一方股东会以另一方股东的损失为条件而获益。这项研究结果表明，在有限的适当场合，战略联盟是并购很好的替代方式。

不同战略联盟类型对股东财富的影响

陈、肯辛格、基翁和马丁分析了不同类型的战略联盟对股东财富的影响。他们将研究的样本分为水平联盟和非水平联盟。水平联盟是行业分类编码三位数字相同的企业之间的联盟。他们发现进行技术转移的战略联盟能给股东带来最高的财富增长——3.54%。这可以解释为什么战略联盟通常在科技型公司发生。通过非水平联盟开拓新市场的战略联盟同样会给股东带来积极的影响，但是带来的财富增长较低——只有1.45%。其他非水平联盟就没有给股东带来明显的价值回报。达斯、森和森格皮塔（Das，Sen and Sengupta）研究了哪种类型的战略联盟更可能取得成功，通过联盟信息的最初发布对股东财富的影响反映出来。[①] 他们的研究显示联盟信息的发布如何随联盟的类型、联盟公司的盈利能力和联盟公司的规模而产生不同的效果。他们发现技术型联盟比市场型联盟能产生更大的信息发布收益。技术型联盟和市场型联盟是两种最普遍的联盟。哈格杜恩（Hagedoorn）在早先对4 192起联盟活动的研究中指出，技术型联盟在高成长性行业中比较普遍，而市场型联盟在成熟的行业中比较普遍。[②] 达斯、森和森格皮塔的研究还表明，股东的额外收益与联盟方的规模和盈利能力负相关。我们发现市场认为规模较大、盈利能力较好的联盟方从战略联盟中获得的收益比较小。对应地，市场认为规模较小、盈利较少的企业与规模较大、盈利较多的企业进行联盟能够获得更多的收益。规模较小、盈利较少的小企业能从战略联盟中获得更多收益，但这并不意味着战略联盟对大企业就没有好处。考虑到大公司规模更大、利润水平更高，可以合理预期当和小公司联盟时，由于联盟对大公司整体业务的影响比较小，因此大公司获得的收益会少一些。但是如果大公司进行多项战略联盟，那么这些联盟的合计影响力就可以消除获利差距。

案例研究

惠氏制药和普杰氏合作开发新药

2005年12月，惠氏制药公司（前美国家用产品公司）和普杰氏公司（Progenics）宣布两家公司将联合开发一种能够克服阿片类止痛药副作用的药品。惠氏

① Somnath Das, Pradyot K. Sen, and Sanjit Sengupta, "Impact of Strategic Alliances on Firm Valuation," *Academy of Management Journal*, 41 (1), February 1988, 27-41.

② J. Hagedoorn, "Understanding the Rationale of Strategic Technology Partnering: Interorganizational Modes of Cooperation and Sectoral Differences," *Strategic Management Journal*, 14, 1993, 371-385.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制药公司的总部位于新泽西州的麦迪逊，和其他大型制药公司一样，惠氏制药正在努力扩大药品种类。普杰氏制药公司是一家位于纽约州塔里敦市的生物制药公司。众所周知，许多阿片类药品被用于止痛时，比如大型外科手术后使用，很容易对肠胃产生副作用。两家公司一致认为这种产品非常具有市场潜力。

普杰氏公司开发了一种叫做甲基纳曲酮（MNTX）的新药，在进一步提炼后，有望填补市场空白。根据协议，惠氏制药公司将给普杰氏公司提供6 000万美元的先期资金，然后根据普杰氏公司的研发状况再提供总计3.565亿美元的资助。惠氏制药还同意向普杰氏公司支付药品销售的特许权费，并且继续承担进一步的研发费用。到协议签订时，普杰氏公司已经研发出此类药品的皮下针剂和口服药，并正在进行第二阶段和第三阶段的测试。为了获得美国药品管理局（Federal Drug Administration）的批准，普杰氏必须依靠资金实力更加强大的惠氏制药。同样，惠氏制药可以用其丰富的营销资源确保研发成功的新药迅速占领市场。

什么因素决定战略联盟的成败?

什么因素决定战略联盟的成败呢？哪种类型的战略联盟容易成功？哪种类型的战略联盟不容易成功呢？凯乐、戴尔和辛格（Kale，Dyer and Singh）对这些问题进行了研究。[①] 他们分析了78家公司1 572起创立超过两年的联盟。截至研究时，大约有12%的联盟已经被终止。研究者对公司管理层进行了调查，调查中设计的问题主要用来测试经理们对联盟成功程度的评价。他们发现有联盟经验的公司更容易在未来的联盟中获得成功。这说明联盟有一个学习周期，公司进行联盟的次数越多，就越容易成功。这个结论非常直观。他们同时发现如果公司有专门的职能部门负责联盟事宜，例如有专门的部门和部门经理负责管理联盟的各种事项，那么联盟更加容易取得成功。例如公司可能委派一名副总裁或者战略联盟经理来管理联盟事务。他们发现惠普公司和礼来公司中就有这样的职位安排。可以合理推测，如果一家公司专门设置这些职位，肯定要比不设置这些职位的公司更容易取得联盟成功。研究指出设有联盟事务管理职位的公司联盟成功率为68%，相应地，没有设置此职位的公司成功率只有50%。有意思的是，市场对这些设有联盟职位的公司宣布的联盟信息反应积极，股东财富增长1.35%，而在不设类似职位的公司，股东财富增长只有0.18%。这项研究中另一个有意思的结论是，市场对联盟信息的短期反应和长期反应是一致的。许多证据表明我们需要认真看待各种事件（比如兼并、收购、合资和战略联盟）的短期宣告效应，因为市场的短期反应与长期的研究结果相关性很强。

① Prashant Kale, Jeffrey H. Dyer, and Harbir Singh, "Alliance Capability, Stock Market Response and Long-Term Alliance Success: The Role of the Alliance Function," *Strategic Management Journal*, 23, 2002, 747-767.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小　结

合资企业和战略联盟是一种不太激烈的而且成本较低的并购替代方式。有时候，潜在的收购方可能只准备收购目标公司的一部分业务。如果该公司和对方共同组建合资企业或者组成战略联盟就能够达到这个目的，那么就不需要进行昂贵的并购了。通常，合资企业和战略联盟比并购更加容易终止，花费的成本也更少。合资企业要比战略联盟更加正式，承诺程度更高。

当我们回顾有关合资企业和战略联盟的研究成果时，我们发现组建合资企业和战略联盟的信息宣布能积极促使股东财富得到增长。垂直型合资企业比水平型合资企业获利更多。研究同时表明在水平型合资企业中，合资双方共同分享股东的财富增长。但是在垂直型合资企业中就不是这样了。在垂直型合资企业中，供应商会获得大部分收益，而购买商获益不多。

战略联盟也能给股东带来财富增长，所以也是一种很好的替代方式。某些公司从事战略联盟可能比其他公司做得更好，有联盟经验的公司要比没有经验的公司做得更好。同样，为联盟事项设置专门的管理职位或者设置专门部门的公司要比不设置的公司做得更好。

公司管理层和董事会在批准并购交易前，需要确认合资企业或者战略联盟这两种激烈程度比较低的方式都不能以较低的成本达到同样的目标。如果能达到公司的目标，那么并购就应该让位于合资企业或者战略联盟的方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章

公司估值

在第四次并购浪潮中，许多美国公司发现自己成为善意收购或者恶意收购的目标，这时开发一套系统的公司估值程序就显得越来越重要。即使目前还没有成为被收购目标的公司也需要确定它们的合理价值，以防万一。在进行尽职调查的时候，董事会必须全面恰当地评估收购报价，与自己内部对目标公司的估价进行比较。1980 年，杰伊·普里茨克（Jay Pritzker）和马蒙公司（Marmon Corporation）收购联合交通公司（Trans Union Corporation）的案例就凸显了公司估值的必要性，并且估值越仔细越好。

1980 年 9 月，联合交通公司的董事会主席及首席执行官——杰尔姆·范戈科姆（Jerome Van Gorkom），建议杰伊·普里茨克公司以每股 55 美元的价格兼并联合交通公司，然后与普里茨克旗下的马蒙集团合并。范戈科姆在 1980 年 9 月 20 日召开了一次董事会，会议仅提前一天通知。大部分董事在到会前都没有被告知会议的目的。会议上进行了 20 分钟的普里茨克收购陈述和相关条款说明。收购要约允许联合交通公司在 90 天内可以接受其他竞争性的收购报价。一些董事认为 55 美元的价格只能是公司价值范围的下限。在两个小时的讨论之后，董事们同意了收购要约，实施合并协议。

后来股东们认为要约价格不合理，并以此为由起诉了联合交通公司的董事。特拉华州的法庭认为以 55 美元的价格出售公司并不是一项明智的决策：

（1）董事会并没有充分认识到范戈科姆在推动公司出售中发挥的作用，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也没有充分认识到合理的每股购买价格是多少；（2）没有认识到公司的内在价值；（3）在上述情况下，既没有预先通知，也没有出现危机或者紧急情况，董事会仅仅考虑了两个小时就同意出售公司，太过疏忽大意。

法庭还调查到董事会在决策过程中还存在其他疏忽之处。其中，董事会甚至没有复印一份兼并协议，在公布兼并决策的会议上进行评估。董事会成员并没有阅读协议的修正稿，他们也没有要求对兼并要约进行外部的估值调研。[①] 基于这些事实，这起案例中，董事会很明显犯有渎职的过失。但是，也有证据表明董事会在召开会议、同意合并要约之前，对公司的价值进行了分析。事实上，董事会在普里茨克公司发出合并要约的前几年就一直监测着公司的财务状况。他们的辩护包括以下一些方面：

董事会主要的辩解是普里茨克公司55美元的兼并要约比联合交通公司股票当时38美元的市场价格高出很多。支付给股东的兼并价格要比联合交通公司在1980年交易中最高价格与最低价格的平均价格高出62%，比前一天的收市价格高出48%，比之前6年内股票交易的最高价格高出39%。董事会还提出了其他一些辩护。首先，协议中有市场测试期，这为其他要约提供了机会。其次，董事会的集体智慧足以确定普里茨克公司兼并提议的合理性。再次，董事会聘用的律师提醒过董事会，如果他们拒绝普里茨克公司兼并议案的话，可能会被起诉。最后，是股东绝大多数的投票同意了兼并。[②]

显然董事会的辩护发挥了一些作用，法庭审判团出现了两种不同的审判意见，第二种意见认为有足够的证据表明董事会在召开会议前的相当长一段时间内，考察了联合交通公司的价值，拥有足够的信息决定兼并是否合适。

董事会还考虑了联合交通公司的首席财务官唐纳德·罗曼斯（Donald Romans）的建议，他认为可以把每股55美元的兼并价格确定为公司合理价值范围的起点。罗曼斯为确定联合交通公司能否偿还杠杆收购筹集的资金进行了财务分析。但是法庭认为罗曼斯的分析并不足以支持一项兼并交易，因为这不是一项正式的价值评估。在所有的兼并、收购和杠杆收购中，必须进行正式的价值评估，这是一条很重要的原则。最后，史密斯起诉范戈科姆（Smith v. Van Gorkom）这个案例判决的重要性在于，它在企业审判规则中设立这样一项规定：上市公司的董事会有责任聘用客观的一方，比如投资银行或者价值评估公司，对公司的价值进行全面完整的评估。在史密斯诉范戈科姆一案发生后，即使在财务上驾轻就熟的董事，为了避免承担责任，也都会选择一家外部评估公司或者投资银行签署一份"公平意见书"，证明价格的合理性。史密斯诉范戈科姆案判决的重要性还在于法庭更加关注董事进行决策的过程而不是最终结果。与一般的兼并价格相比，比如参考最近价值或者产业平均价值的兼并

---

① Stanley Foster Read and Alexandra Reed Lajoux, *The Art of M&A: A Merger Acquisition Buyout Guide*, 2nd ed. (New York: John Wiley & Sons, 1995), pp. 662 - 663.

② Arthur Fleisher, Geoffrey C. Hazard Jr., and Miriam Z. Klipper, Board Games (Boston: Little, Brown, 1988), pp. 31 - 32.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格，或者参考历史股价的兼并价格，这次兼并还是有利于股东的。不过法庭注重的不是决策结果的公平合理性，而是决策的过程是否存在缺陷。

史密斯诉范戈科姆案例发生后，公司对公平意见书的需求量剧增。虽然这些意见书能够帮助董事免除自己进行价值评估的责任，但是投资银行等公司为了获取利润，普遍都会签署这样的意见书。这就产生了利益冲突的问题。这是需要进行并购治理改革的另外一个领域。此外，公平意见书并不会说明并购价格是接近公司价值的最优价格。它们只是说明这个价格是“公平的”。

价值评估方法：科学还是艺术？

企业进行价值评估采用的方法和数据多种多样。从某种程度上说，企业价值评估既是一项科学也是一项艺术。说它是精确的和科学的是因为价值评估过程中使用标准方法和硬性指标。但是在评估过程中，可以使用若干种不同的方法。这些方法会给出不同的企业价值，让人觉得这些方法缺乏系统精确性。

一些没有经验的读者会认为企业价值评估是一个非常主观的过程。但是通过对方法体系的仔细考察，要获得客观的企业价值是完全有可能的。价值存在波动是很自然的，因为在我们考察的市场上，不同的市场参与者会对同一个企业或者资产组合给出不同的价值判断，因为不同的人会以不同的方式经营这个企业或者这些资产。

在本章中，我们会讨论企业价值评估的主要方法。我们会考察同时适用于上市公司和私人公司的价值评估方法。适用于这两类公司的大部分方法都是相似的。比如在评估上市公司和私人公司价值的时候，都需要选择贴现率和可比乘数。但是有一些方法，比如市场销售贴现法，可能更加适用于评估控制权比较集中的私人公司。

作为一种反收购策略的价值管理

在第四次并购浪潮中，管理层面临着巨大的被收购压力，这极大地激发了他们努力提高公司价值、降低被收购可能的积极性。股价不断下跌同时资产易于在市场上出售的公司很容易成为被别人收购的目标。拥有大量流动性资产的公司更是容易被收购。管理层发现采用提升股票价格的管理策略会使公司成为昂贵的收购对象。随着股票价格的上升，收购者会越来越难以向股东解释这是一笔不错的交易，经营公司增加其价值的空间也更加有限。

股票价格的提高会降低几种收购策略的有效性。通过提高控制权成本可以使股权收购变得更加困难，并且能够降低代理权战争的有效性，因为当管理层提高了收购对象的价值以后，从股东那里获取足够的选票变得更加困难。一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支持收购的观点认为管理层面临的收购压力对股东有利，能够促使管理层采取行动使股东的投资价值最大化。股票的价格相当于是管理层业绩的汇报。管理层现在必须重视市场对他们管理行为的评价。这是对早些年公司运营方式的重大变革，在以前，管理层会重视股票价格，但不会在绝大多数的重大决策中考虑股价因素。因此与其他方面相比，公司估值成为公司管理中最重要的部分。

价值评估的方法

本章分析了公司估值的若干种不同方法。它们的准确性可以通过基本的敏感性测试加以证实，通过比较各种方法得出的公司最低价值，就可以进行敏感性测试。最低价值是公司正常情况下可以在市场上获得的最低价格。下面描述这几种估值方法。

账面价值

公司进行资产清算时，将会计账目上的资产价值扣减负债和优先股的清算价格之后，得出的每股美元价格就是账面价值。账面价值有时候也称作股东权益、净价值或者净资产价值。账面价值往往不能准确地衡量公司价值。它仅仅反映了资产在账目上的价值。如果这些历史的资产负债表上的价值与公司资产的真实价值没有联系，那么账面价值就不能作为公司估值的相关指标。

账面价值的一个用途是提供公司的最低价值，公司的市场价值通常要高一些。评估师的作用就是确定公司的真实价值应该高出多少。但是在某些情况下，公司的价值可能比账面价值要低。尽管不太普遍，但是公司可能会有很多不确定的负债，比如未决诉讼，在这种情况下，公司的价值就可能低于账面价值。账面价值可能还包含了无形资产，比如商誉，因此考察排除了无形资产后的有形资产价值也非常重要。

公司的出售价格可以表示为账面价值的乘数。不同行业的乘数各不相同。根据行业的当前趋势，可以采用某个平均价值来测量潜在收购对象的当前价值。如果行业内的公司以某个平均值估价，比如以账面价值的 6 倍估价出售，而所考察的公司仅以 2 倍于账面价值的价格被出售，那么说明公司的价值可能被低估了。账面价值是收购高手用以寻找价值被低估的公司的一个初步指标。

清算价值

清算价值是评估公司最低价值的另外一个标准。如果公司资产被清算，在偿付了所有债务和优先股以及清算成本之后得出的每股价值就是清算价值。清算价值这个指标比账面价值更加具有实际意义。如果计算准确，这将是公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司真实价值的一个比较精确的指标，在某种程度上反映了资产的市场价值。但是清算价值可能会低估真实的资产价值，因为清算中的资产可能会以特价出售。清算价值并不能直接衡量公司资产的收益能力。这些资产在不同使用者手中，价值不同。如果公司能够非常有效地使用这些资产，那么公司的价值就会大大超过其清算价值。

现金流量贴现法或净现值方法

从未来现金流或者收入的贴现价值中扣除收购目标公司所需要的投资，得到的数额就是净现值。这个概念与资本预算中用到的净现值计算相似（公式 14.1）。这些技术在大多数公司财务的教科书中都有介绍。

通过贴现未来现金流的方法来评估企业的价值，首先要预测公司业务在未来能够产生的货币化收益的规模。然后将这些定义为收入或者现金的年度收益流进行贴现，计算其现值来确定未来收益的当前价值。读者大概很熟悉资本预算中运用到的贴现过程，在资本预算中，可以计算净现值来判断一个项目是否在财务上可行：

$$NPV = I_0 - \sum_{i=1}^{n} \frac{FB_i}{(1+r)^i} \tag{14.1}$$

其中，

FB_i＝未来第 i 年的收入

r＝贴现率

I_0＝0 时刻的投资

当用收入流代替现金流时，使用者会选取不同的收入指标，最普遍的收入模型是使用一些经过调整的经营收入指标，比如息税、折旧及摊销前收入（EBITDA）。

在进行预测前，必须对这些现金流和收入流进行调整，从而使预测的收益等于收购者能够得到的价值。比如，在预测使用的基础数据中要减去管理人员的额外薪酬。

在使用现金流量贴现方法估计公司价值的时候，一个关键的方面是选择合适的贴现率。这个贴现率必须能够反映目标公司的风险水平。在本章的后面，我们会讨论如何计算贴现率。

在使用现金流量贴现方法评估企业的价值时，我们采用的估值程序可以分为两个部分。第一步是具体预测一段时期的现金流，评估者要能作出比较准确的预测。典型的预测时间长度是 5 年。第二步是把预测期以后的现金流作为永续年金（perpetuity）来估值。预测期后的现金流价值有时也称作存续价值(continuing value，CV)。具体预测的时期越长，存续价值就越小。企业价值(the value of the business，BV）等于以下数额之和（等式 14.2）：

BV＝具体预测期的价值＋预测期后现金流的价值 (14.2)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一价值的计算方式如下：

$$BV=\frac{FCF_1}{(1+r)}+\frac{FCF_2}{(1+r)^2}+\cdots+\frac{FCF_5}{(1+r)^5}+\frac{\frac{FCF_6}{(r-g)}}{(1+r)^5} \quad (14.3)$$

其中，

BV = 企业价值

FCF_i = 第 i 期的自由现金流

g = 第 5 年以后未来现金流的增长率

所有分式的分子部分都是自由现金流。注意第 5 年以后，所有未来现金流的价值都视作增长率为 g 的永续年金处理。这笔无限期的永续年金或者说未来现金流可以采用资本化的过程进行估价。随后将解释这个过程，这种方法也可以独立用来评估企业价值。这种方法的第一步是预测第 6 年的自由现金流。可以将第 5 年的现金流 FCF_5 乘以（$1+g$）。再将所得到的数额除以贴现率，得到第 6 年及以后所有现金流的现值。这一步计算得到的是在第 6 年年初时的价值，然后除以（$1+r)^5$，得到最终的现值。这时得到的现值是第 6 年及以后所有现金流在第 0 年的现值。这笔数额有时被称作残余价值（residual）。将这笔数额与其他五笔现值数额加总就可以得到企业的价值。

存续价值

存续价值（CV）表示企业在特定的预测期末出售时，预计可以得到的价值。我们在计算这个价值的时候把它看做一笔以某个增长率不断增长的永续年金，并将此剩余现金流贴现。另外一种计算存续价值的方法是采用一个退出乘数（exit multiple）。运用这种方法，我们要确定这个乘数是在预期的退出阶段可以适用的乘数。比如在收购之时，由于公司正处于生命周期中高增长阶段的初期，相关的乘数比较高，那么参照这个行业中成熟企业的情况，一个低一些的乘数可能更适合作为退出乘数。

需要注意的是，当使用年金的方法计算存续价值时，计算结果对使用的增长率会非常敏感。假设的增长率不同，得出的结果会有很大的差异。举个例子来说，比如我们假设特定的预测期末，自由现金流（FCF）是 \$10 000 000，我们使用 11%的贴现率。在使用 6%的增长率情况下，计算的结果是：

$$CV_1=\$10\,000\,000\times 1.06/(0.11-0.06)=\$212\,000\,000 \quad (14.4)$$

如果我们使用的增长率降低 1%，为 5%，计算的结果就是：

$$CV_2=\$10\,000\,000\times 1.05/(0.11-0.05)=\$175\,000\,000 \quad (14.5)$$

增长率从 5%增加到 6%，在这里 1%的增长率增加会使存续价值增长 21%（要记住，这个数额还要贴现回第 0 年的时刻）。这个例子说明了在特定预测期后对公司增长率的预测对整个公司估值的作用非常重要。在下面的桂格燕麦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和斯纳普（Snapple）的案例中，我们可以看到错误的增长率估计会导致灾难性的超额支付收购价格。

案例研究

桂格燕麦收购斯纳普案

桂格燕麦对斯纳普的收购是一个经典的超额支付的案例。1994 年，桂格燕麦以 17 亿美元的价格收购了斯纳普公司。三年之后，也就是 1997 年 3 月，桂格燕麦宣布要以 3 亿美元的价格将斯纳普出售给 Triac Cos 公司。这就是桂格燕麦创造的价值！市场对桂格燕麦承认这个收购错误作出了积极的反应，1997 年 3 月 27 日，桂格燕麦的股价收于 37.75 美元——增长了 25 美分。

为什么桂格燕麦——这个拥有知名消费品牌的著名老牌公司，会犯这样巨大的错误？显然，它高估了斯纳普公司的价值，认为它在并购前令人欣喜的增长率在并购后也能继续保持。于是，斯纳普公司根据早期的增长率索要了高额的价格。桂格燕麦在对收购目标进行价值评估时，应该采用较低的增长率，更加实际地估计斯纳普公司的增长前景。

在桂格燕麦慷慨地向斯纳普支付收购价款时，许多分析师对此产生了质疑，认为桂格公司可能超额支付了。当时的估计是桂格燕麦大概超额支付了 10 亿美元。桂格燕麦并不是因为经验不足而购买了斯纳普公司，之前它已经成功地购买了佳得乐公司，从而进军软饮料和休闲饮料市场。佳得乐一直以来都是一个成功的饮料品牌，在行业巨头可口可乐和百事可乐之外形成了自己独立的、鲜明的特色。在相当大的程度上，斯纳普的情况与佳得乐基本相同。根据在收购佳得乐过程中获得的经验，对饮料业已经很熟悉的桂格燕麦公司可以作出更好的决策。无论如何，经验不足不应该成为桂格燕麦犯错的借口。桂格燕麦已有的经验使得它无法解释为何发生了如此重大的估值错误。

桂格燕麦公司是一家有着 100 多年历史的成熟企业。它的产品类别多种多样，涵盖了从薄饼和麦片到果汁和运动饮料的广泛范围。桂格对佳得乐的收购干得非常漂亮。有人在研究报告中指出，桂格公司 CEO 威廉·史密斯伯格（William Smithburg）对佳得乐的成功收购靠的是运气和冲动而不是周密的收购计划。[①]他被认为是凭借“味觉”购买了这家公司，而不是凭借认真仔细的市场分析和价值研究。但是不管怎么样，购买佳得乐公司确实是一次成功的交易。这次交易只花费了桂格燕麦 2.2 亿美元，却很快增长为 10 亿美元。由于这次成功，桂格燕麦的董事会赋予史密斯伯格在并购决策方面更大的权限，这也成为董事会和他本人犯错误的开始。

桂格燕麦对斯纳普的收购失败还因为融资问题而变得更加复杂。为了筹集购买斯纳普公司的资金，桂格出售了“非常成功的宠物和豆类产品部门，从而筹集到 18 亿美元收购价款中的 1.1 亿美元”[②]。为了购买价值被高估的成熟业务，这项举措牺牲了一部分虽然平淡但是盈利的业务。

Triac 公司自身也有很多并购的故事，它由纳尔逊·佩尔茨和彼得·梅（Peter May）创立。佩尔茨在并购领域很有知名度，在第四次并购浪潮中，他和德崇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券公司以及迈克尔·米尔肯一起，领导三角产业公司（Triangle Industries）参与了好几起有名的杠杆收购。三角产业公司通过收购和整合几家罐头制造公司得到迅速发展，最终将那些公司以12.6亿美元的价格出售给了一家法国公司。最近，佩尔茨为进入亨氏公司（Heinz Corp.）董事会展开了激烈的代理权斗争，因此广为人知。

桂格公司的收购错误还远远不只是超额支付。在购买了斯纳普公司之后，桂格公司改变了斯纳普公司的广告和营销策略。在出售之前，斯纳普公司使用一位名叫温迪·考夫曼（Wendy Kaufman）的员工表演的临时广告。桂格燕麦把斯纳普买下来之后，改变了这个策略，直接把斯纳普的广告放在可口可乐和百事之后。当然，这个策略并没有使斯纳普公司获得增长，以弥补高额的购买价格。

2000年，Triac公司把它的饮料部门打包，包括皇冠可乐（RC Cola）、Mistic和斯纳普，以10亿美元的价格卖给了吉百利公司（Cadbury），并承担4.2亿美元的债务。对于Triac公司来说，如果考虑到它购买斯纳普时自己只投资了0.75亿美元，其他3亿美元为借款，那么这是一笔非常划算的买卖。具有讽刺意味的是，几年前吉百利公司也曾考虑过收购斯纳普公司，但是当时认为这项交易可能存在风险，当时愿意支付的价格比这次的收购价格低很多，2000年吉百利公司为这项交易支付了14亿美金[3]。

为什么桂格燕麦会超额支付收购价格呢？显然是因为它认为斯纳普公司应该比实际表现拥有更大的增长潜力。要考察桂格燕麦公司对斯纳普增长潜力评估的合理性，我们需要考虑斯纳普在1997年时已经拥有的市场份额。1997年以前，斯纳普公司的增长惊人，它向潜在购买者展示了高增长率。但是，买家需要估计到这种高增长是不可持续的。一种方法是估计斯纳普的产品能够进入多少家食品经销店的柜台，在这些经销店里能够销售多少产品？美国市场上是不是大多数商店里已经有了斯纳普的产品？在已有的经销店里销售量有没有显著增加？如果它在非碳酸饮料市场中处于成熟地位，销售可能会显著增长但增速会放缓，因此估价时就应该在未来现金流贴现模型中使用较低的增长率，或者在可比乘数模型中使用较低的乘数。也就是说，一旦历史增长率被误用，就会导致估值过高。显然，桂格燕麦使用了过高的增长率指标，因此它过多地支付了对斯纳普公司的收购价款。

① P. C. Nutt, *Technology Forecasting and Social Change*, 2004, 239 - 265.

② Ibid., p. 245.

③ Constance Hays, "Cadbury Schweppes to Buy Snapple Drinks Line," *New York Times*, September 19, 2000, C1.

现金流量贴现法计算企业价值的调整

在使用现金流量贴现法（DCF法）计算企业价值的时候，隐含着只考虑那些能给企业带来未来现金流的资产的假设。如果公司拥有其他具有市场价值但是不产生现金流的资产，那么这些资产的价值需要加入运用现金流量贴现法计算出的企业价值中。比如不动产就是一项不包括在业务经营中的资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用企业价值得到权益价值

当我们使用现金流量贴现法得到企业价值时，可以通过从总资产中减去负债的方法得到权益价值。但是，我们可能需要对资产负债表上的负债价值作出一些调整。有两类重要的负债有时候在资产负债表上是找不到的，那就是没有资金支持的养老金义务（unfunded pension liabilities）和或有负债（contingent liabilities）。对于有明确的养老计划的公司，比如通用汽车公司和福特汽车公司，没有资金支持的养老金义务和健康责任可能都不会完全反映在它们的资产负债表上。另外，公司也可能有或有负债，比如与诉讼有关的负债，具体金额难以计算。但是我们知道，这些负债的数额可能非常巨大。举个例子，当ABB公司在1989年以16亿美金现金加债务的形式收购燃料工程公司（Combustion Engineering）时，它就没有估计到燃料工程公司石棉债务的实际规模。

定义自由现金流

自由现金流是指按照EBITDA计算的，在扣除必要的确保未来现金流可持续的资本支出（CE）之后，包括权益人和债权人在内的所有资本提供者都有权享有的现金流。资本支出主要用来置换公司运营活动中被消耗的资本。尽管自由现金流被不同的使用者赋予了不同的定义，但是在大多数情况下，都要扣除运营资本（CWC）的变动和已支付的现金税款（CTP），见公式（14.6）：

$$FCF = EBITDA - CE - CWC - CTP \tag{14.6}$$

自由现金流反映了从商业活动中获得的、可以支付给股东和长期债权人的现金。因此，它反映了资金为投资者创造的价值。

兼并、收购和杠杆收购的自由现金流理论

一些研究者认为，一家公司自由现金流的数量会直接决定它是否参与收购交易。理论认为，如果公司有较大的举债空间和大量的自由现金流，那么管理层很可能会参与收购交易。管理层会用这些现金资源收购其他公司，而不是以高额股利的形式分配给股东。

迈克尔·詹森指出，许多这样的收购会“导致公司利润降低，甚至对公司价值有毁灭性的打击。收购后的公司虽然分散了业务风险，但是总体利润很低”。[①] 根据詹森的研究，这类收购最可能发生在开支较低但拥有大量现金流的行业。如果收购是横向的，那么这种收购可能会产生价值，因为向目标

---

① Arthur Fleisher, Geoffrey C. Hazard Jr., and Miriam Z. Klipper, Board Games (Boston: Little, Brown, 1988), 31－32.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司股东支付现金也是公司削减现金储量的一种方式。但是在詹森看来，跨行业的收购可能产生低收益或者负收益，因为这些收购可能把公司带入一个它不熟悉的领域，驾驭一个完全陌生的行业完全超出了管理层的管理技能。对此，詹森引用了烟草公司作为例子，随着人们越来越清楚地认识到吸烟的害处，烟草市场上的需求正在萎缩。尽管需求在下降，但烟草公司仍然拥有大量的自由现金流进行投资。詹森的理论还暗示，那些以分散业务风险为目的的收购很可能给生产效率带来负面影响，比如菲利普莫里斯烟草公司（现在称为奥驰亚公司）收购通用食品公司和雷诺兹公司收购纳贝斯克公司。这一点在后来被证实是正确的，在菲利普莫里斯公司的例子中，公司希望用从烟草生意中获得的现金流建立一家成功的食品公司，但是由于对健康问题的关注不足，公司的烟草业务面临着不断的诉讼。

自由现金流充裕但成长机会有限的行业常常会成为杠杆收购的对象。奥普勒和蒂特曼（Opler and Titman）对1980—1990年间发生杠杆收购交易的180家公司进行了研究，研究结果支持上述观点。[①] 他们发现进行杠杆收购的公司都有相对比较丰富的现金流和比较贫乏的投资机会（反映为较低的托宾Q值）。这些结果与莱恩和波尔森的观点不谋而合，后者对私有化交易中自由现金流的作用进行了分析。[②] 他们发现进行私有化的公司通常有着相对较多的自由现金流。

大量的现金流使得杠杆收购成为可能，否则公司将无力承担巨额债务。它还为通过私人权益公司进行杠杆化资本重组创造了机会，这种杠杆化资本重组需要收购目标公司，提高负债率，并迅速地从目标公司中退出。如果目标公司没有充裕的现金流，那么这是不可能实现的。

收购的自由现金流理论假设管理者有能力使用自由现金流实现他们的目的。代理成本越大，这个假设成立的可能性就越大。公司中的自由现金流量很多，并且管理层受到高额的监督和代理成本的保护，在这样的情况下，管理层就越可能追求自身的利益而不是尽全力实现股东财富最大化。[③] 罗伯特·汉森（Robert Hanson）通过调查发现，拥有较多现金流的目标公司会获得高于平均水平的额外收益。[④] 他的研究显示，在20世纪70年代，现金流充裕的公司通常主动进行低收益的收购。但是，到了20世纪80年代，自由现金流充裕的公司变成了被收购的对象，因为市场开始重视自由现金流的价值。从20世纪90年代到21世纪，私人权益公司不断搜寻现金流充裕但价值被低估的公司，从而利用目标公司充裕的现金流进行杠杆收购。

---

① Tim Opler and Sheridan Titman, "The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs," *Journal of Finance*, 48 (5), December 1993, 1985－2000.

② Kenneth Lehn and Anne Poulsen, "Free Cash Flow and Shareholder Gains in Going Private Transactions," *Journal of Finance* 44, July 1989, 771－787.

③ Randall Morck, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Do Managerial Objectives Drive Acquisitions?" *Journal of Finance*, 45, March 1990, 31－48.

④ Robert C. Hanson, "Tender Offers and Free Cash Flow," *The Financial Review*, 27 (2), May 1992, 185－209.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贴现现金流的准确性：来自高杠杆交易的证据

卡普兰和鲁柏克对1983—1989年期间的51起高杠杆交易（HLTs）进行了研究，为了弄清预测值相对于实际购买价格的准确性，他们对两种价格进行了比较：一种是交易的市场价格，一种是用预期现金流贴现计算出来的企业价值。[①] 其中，51起交易中有43起是管理层收购，有8起是资本重组。他们发现用现金流量贴现法计算出来的价值中值比交易的市场价格低10%。有意思的是，他们还比较了现金流量贴现法和其他估价方法（如相似行业交易的可比乘数法）的准确性。结果显示现金流量贴现法与其他方法相比，即使不是更好，也算是不错的方法。并且，当他们在模型中加入可比数据后，现金流量贴现法的解释能力有所提高。这表明同时使用两种方法可以比只采用一种方法得到更好的估计结果。

卡普兰和鲁柏克这项研究的重要性体现在，在承认其他方法的前提下，证实了现金流量贴现法相对于其他方法（如可比乘数法）的优越性。现金流量贴现法在上市公司和私人公司估价中的广泛运用也进一步证明了这种方法的有效性。

贴现率的选择

在计算项目未来现金流的现值时，需要对目标公司的风险和现金流的波动性进行评估，以选择合适的贴现率。和其他的资本投资方式一样，并购是一项充满风险的举动。关注目标公司的现金流是因为现金流可以反映这项投资带给并购方的价值。以某个贴现率进行贴现的过程已经暗含了我们对收购风险的判断。

如果一个项目被认为是没有风险的，那么合适的贴现率就应该是短期国库券（Treasury bills）的利率，短期国库券是由政府发行的一年内到期的短期证券。国债（Treasury bonds）——美国政府发行的长期债券，违约风险也可能是零，但是会面临利率风险，因此把短期国库券的利率作为零风险下的贴现率更加妥当。利率风险是指市场利率高于投资者收到的国债票面利率的可能性。虽然投资者能够按照事先确定的票面利率获得利息收入，但是这些利息收入并不一定能够以同样水平的国债利率进行再投资。如果再投资利率不同于国债利率，那么利息收入就不能以国债利率进行复利计算。

投资风险越高，采用的贴现率就应该越大；贴现率越大，预期现金流的贴现价值就越小。因此公司必须建立一套将风险与贴现率相匹配的方法。

---

① Steven N. Kaplan and Richard S. Ruback, "The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis," *Journal of Finance*, 50 (4), September 1995, 1059 - 1093.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本成本与贴现率

选择恰当的贴现率的一种方法是考虑公司的资本成本。在资本预算过程中，由于只涉及一家公司，因此这种方法很管用。公司资本成本的计算公式如下：

$$CC = \sum_{i=1}^{n} w_i k_i \tag{14.7}$$

其中，

CC=公司资本成本

w_i=相应于每个 k_i 的权重，等于某种资本占总资本的百分比

k_i=某种资本的成本

让我们来看一个简单的例子。一家公司的资本结构由 50%的负债资本和 50%的权益资本组成，每种资本的权重为 0.50。如果债务支付的利率为 9%，股权的收益率为 15%，那么公司的资本成本计算如下：

$$CC = 0.50 \times 0.09 + 0.50 \times 0.15 = 0.045 + 0.075 = 0.12 \text{ 或 } 12\% \tag{14.8}$$

目标公司的风险情况可能与收购公司存在巨大差异，因此在计算贴现率时，目标公司的资本成本比收购公司的资本成本更加相关。目标公司的资本成本就可以被用作公司使用 DCF 方法时的贴现率。要使这种分析方法计算出来的资本成本反映公司真正的资本成本，就必须考虑各种资本组成成分。如果公司还发行优先股以及不同形式的负债，比如抵押债券、无抵押债券和银行贷款，那么要在新的扩充版的方程（14.8）中逐一考虑每种资本组成。

债务成本

由于债务具有税盾效应，因此税后成本才是真实成本。债务的税后成本计算如下：

$$k^t = k_d(1-t) \tag{14.9}$$

其中，

k^t=债务的税后成本

k_d=债务的税前成本

t=公司税率

在计算债务的税后成本时经常会产生的问题是应该使用哪个税率。一些分析师会简单地使用公司的法定税率，因为公司实际缴纳的税率存在不确定性。需要注意许多公司可能会按照不同的税率交税。约翰·格雷厄姆（John Graham）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提供了一种可以用于计算税率的方法。[①]

优先股的成本

由于优先股的股利通常是固定的，优先股的一些特征与债务类证券相同，因此优先股也被称为固定收益证券（fixed-income security）。发行优先股的成本可以通过将各期支付的股利除以发行所得来确定，在计算发行所得时应该剔除发行费用（floatation costs）。假定公司发行股利为8%的优先股，票面价值为100美元，再假定发行费用为票面价值的2%，那么剔除发行费用后的每股净所得为98美元。公司每年支付股利8美元，即票面价值的8%（为简便起见，每年支付一次股利）。优先股的成本计算如下：

$$\text{优先股成本} = D_p/P_n = \$8/\$98 = 8.16\% \qquad (14.10)$$

对于所有公开发行的证券，都应该考虑它的发行费用。不过为了简便起见，我们只考虑优先股的发行费用。

普通股的成本

确定公司发行的普通股成本的方法有很多种。其中最简单的一种方法是计算公司股票在一段时期内的历史的股权收益率。通常选用5～10年的历史期间。选择的期间应该可以用来考察公司的发展，反映公司当前及未来的状况。

如果公司是一家新成立的公司，可以获得的历史数据比较少，那么可以选择一家替代公司。替代公司与要分析的公司情况大体相同，但是可以获得更多的历史收益率数据。替代公司的股权收益率就可以用于要分析的公司。

有时候会使用另一种方法——贝塔风险系数，这个指标从资本资产定价模型（capital asset pricing model，CAPM）中求得。这个指标可以让我们考察公司的风险性，根据这个风险水平来确定公司权益的恰当收益率。贝塔系数可以根据式（14. 11）求出：

$$R_i = R_{RF} + \beta_i(R_M - R_{RF}) \qquad (14.11)$$

其中，

R_i＝证券 i 的股权收益率
R_{RF}＝无风险利率，通常为短期国库券利率
β_i＝证券 i 的贝塔系数
R_M＝市场收益率
$(R_M - R_{RF})$＝市场风险溢价

① John Graham, "Debt and the Marginal Tax Rate," *Journal of Financial Economics*, 41, May 1996, 41-73 and John Graham, "Proxies for the Corporate Marginal Tax Rate," *Journal of Financial Economics*, 42, October 1996, 187-221.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较市场收益率的波动性与证券收益率的波动性，进行回归分析，就可以得到公司的贝塔系数，并乘以风险溢价。贝塔系数与风险溢价的乘数是专门针对所分析的公司的。这种衡量资本成本的方法在概念上很容易理解，但是并不经常用于日常的并购分析中。

计算股权收益率的另一种方法是直接预测股利流。这种方法在计算优先股的资本成本中非常简单，因为优先股的股利通常是固定的。根据戈登模型(Gordon model)，我们可以推导出股票价格与股利的关系式：

$$P_s = D_i/(k_e - g) \tag{14.12}$$

其中，

P_s＝公司的股票价格

D_i＝第 i 期支付的股利（比如下个季度支付的股利）

k_e＝股票的资本化率

g ＝股利增长率

将上式进行整理，即可得到 k_e 的表达式：

$$k_e = D_i/P_0 + g \tag{14.13}$$

假设某公司的普通股当前每股价格为 40 美元，每股支付股利 3 美元，预期股利每年增长 7%（为简单起见，我们假设股利按年支付，实际上，股利通常是按季度支付的），公司的资本化率计算如下：

$$k_e = \$3 \times 1.07/\$40 + 0.07 = 15\% \tag{14.14}$$

这个资本化率可以用来衡量公司的股权资本成本。

得出公司股权成本的一种简单方法是，股权成本一般比债务成本高 4%～6%。如果公司的债务种类比较少，那么债务成本就比较明确。在债务成本已知的情况下，简单加上 4%～6%，就可以得出股权成本。

另一种估计适当的股权成本的方式是考虑长期风险溢价。长期风险溢价是无风险国债的长期平均利率与股权收益率的差额。根据历史经验，这个差额大概为 6%～7%。但是，关于适当的风险溢价是否应该低一些存在很多争议，因为有人发现一次性因素和结构性变化会使证券未来的收益率差异比过去的小。[①]

收购方的最低预期收益率

在讨论资本成本的时候，我们已经指出应该主要关注目标公司而不是收

① Jeremy J. Siegel, "The Shrinking Equity Premium," *Journal of Portfolio Management*," 26 (1), Fall 1999, 10-17 and Eugene Fama and Kenneth French, "The Equity Premium," *Journal of Finance*, 57 (2) April 2002, 637-659, as well as Ravi Jagannathan, Ellen R. McGRattan and Anna Scherbina, "The Declining U. S. Equity Premium," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 24 (4), Fall 2000, 3-19.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购公司的资本成本。但是，收购方也可以用自己的最低预期收益率（hurdle rate）进行分析。这个回报率是其要求投资所产生的收益率。这个比率可以等于收购方自己的资本成本。使用这个比率会产生的一个问题是，如果目标公司的现金流比收购方的现金流具有更高的风险或者更大的波动性，那么使用最低预期收益率就不能完全反映收购中存在的所有风险。但是，如果这两家公司在同一个行业中经营，风险情况也基本相同，那么就不会存在太大的问题。

市场如何确定贴现率

到目前为止，有一点已经很清楚了，那就是：不存在固定的贴现率；可以选择使用很多不同的利率。整个资本市场由许多子市场组成，每个子市场的收益率由这个市场上资本的供求关系确定，各个市场的风险水平各不相同。比如，债务资本市场上有很多等级不同的债务，它们的风险水平各不相同。抵押债券的收益率要低于无抵押债券的收益率。即使是在抵押债券市场和无抵押债券市场的内部，也还有更加细致的分类，每一类的利率各不相同。市场上各种资本来源的收益率关系的历史数据见表 14—1。

表 14—1　　收益率与通货膨胀率，1926—2005 年和 1981—2005 年

	1926—2005 年的收益率（%）	1981—2005 年的收益率（%）	1990—2005 年的收益率（%）
通货膨胀率	3.0	3.4	2.8
短期国库券	3.7	5.7	4.1
长期国债	5.5	11.1	9.2
长期公司债	5.9	11.0	8.9
大公司普通股	10.4	12.5	10.5
小公司普通股	12.6	13.9	14.2

资料来源：Stocks，Bonds，Bills and Inflation 2006 Yearbook。

贴现率与风险

对于既定的收益流，风险越大，使用的贴现率就越大。如果预期的现金流或者收入流在各期都比较相似，那么应该使用较低的贴现率。对于高风险的现金流或者收入流而言，需要加上风险溢价以提高贴现率。较高的贴现率会降低每年预期收入额的现值。

跨境收购与风险

到国外去投资会因为市场的不同而大不相同。收购方会担心外国政府可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能采取措施限制自己从外国市场获得现金流的能力。这些措施包括调整税率、出台新的规则甚至国有化。如果政府不稳定，潜在的收购者就很难预计政府会不会控制整个投资命脉。最近有一个很好的例子，委内瑞拉政府发生了巨大的权力变更，新一届政府对商业活动持消极态度，并威胁将接管美国的石油公司对委内瑞拉石油行业的投资。

显然有的国家风险会更大一些。因此在考虑贴现率的时候要加入国家风险这个因素。处于转型期的国家，比如俄罗斯和中国，风险还很难预测。在不稳定的市场上进行投资往往要求更高的风险溢价。那些国家可以通过降低风险因素来提高国内的商业价值，吸引更多的境外投资者，使投资者能够更好地预测他们想要获得的收益。

利率变化和收购价格：来自第五次并购浪潮的证据

较低的利率会导致较低的贴现率。在估价中，短期的利率波动一般不会影响贴现率，但是持续一段时间的长期利率波动会对贴现率产生影响。在第五次并购浪潮中就有这样的情况，随着利率下降，收购的平均价格上升。这在图 14—1（a）和（b）中有所显示，随着长期国债平均收益率的下降，平均收购价格上升。以长期国债利率为基础，加上风险溢价就可以得到经过风险调整的贴现率。当利率在一段时期内不断下降时，评估者就会降低他们的贴现率，从而得到更高的收购价格。但是，这并不意味着利率是决定收购价格的唯一要素。利率只是诸多需要考虑的重要因素之一。

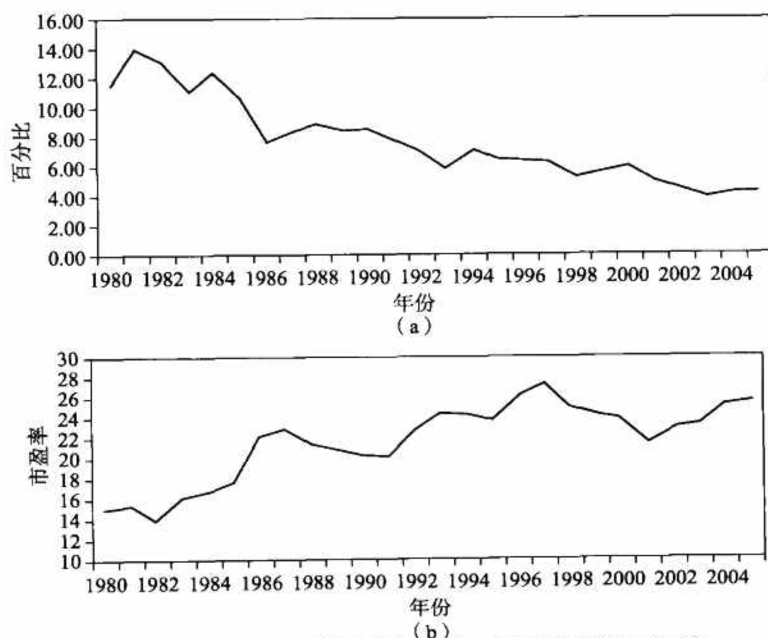


图 14—1（a）长期国债的收益率；（b）年度平均的收购市盈率

资料来源：Economic Report of the President，February 2006，and *Mergerstat Review* 1991 and 2006。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运用现金流量贴现法估计企业价值？

这个案例研究运用现金流量贴现法对一家公司进行商业估价，这家公司2006年的销售额为25亿美元。在今后5年，预计销售额会以递减的比率不断增加，从2007年的10%逐步降低到5年后成熟期的6%，为了简单起见，我们假设自由现金流等于税后净营运收入（NOPAT）和新的净资本支出的差额，表达式如下：

$NOPAT$=息税前收入×(1－税率)

FCF= $NOPAT$－新的净资本支出

这里使用公司资本成本的加权平均值作为贴现率，假定为12%（r）。计算公司5年后终值的资本化率等于贴现率和长期增长率的差额：

$$WACC = r = 12\% \quad k = \text{资本化率} = r - g = 12\% - 6\% = 6\%$$

公司的企业价值是未来预计现金流的现值。这个价值等于前5年每年预计现金流的现值之和再加上终值的现值。计算过程为：

$$\text{终值} = FCF_6/(r-g)$$

这里很重要的一点是要记住这个终值是第5年末的价值，因为它是公司在第5年后预计收到的现金流的价值。因此，它必须除以第5年的现值指数（PVIF）或$1/(1.12)^5$来得到现值。

估值公式为：

$$\frac{FCF_1}{(1+k)} + \frac{FCF_2}{(1+k)^2} + \cdots + \frac{FCF_5}{(1+k)^5} + \frac{FCF_6/(r-g)}{(1+k)^5}$$

假设：销售增长率：前5年从10%开始逐年下降，以后为6%；

股票发行量（百万）：40。

	年				
	1	2	3	4	5
销售增长率	10.0%	9.5%	9.0%	8.0%	7.0%
税后销售毛利率	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
净运营资本支出/销售额	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
加权平均资本成本（WACC）	12.0%				
长期增长率	6.0%				
2006年的销售基数	2 500				

自由现金流量（1～5年）					
销售额（百万美元）	2 750.0	3 011.3	3 282.3	3 544.8	3 793.0
NOPAT	165.0	180.7	196.9	212.7	227.6
净运营资本支出	137.5	150.6	164.1	177.2	189.6
自由现金流	27.5	30.1	32.8	35.4	37.9
自由现金流现值	24.6	24.0	23.4	22.5	21.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终值计算		总的企业价值	
第 6 年的自由现金流	40.2	自由现金流的现值（1～5 年）	116.0
在第 5 年末公司的终值	670.1	公司终值的现值	380.2
该终值的现值	380.2	总的企业价值	496.2
		减去债务和优先股的市场价值	100.0
		总的普通股价值	396.2
		股票发行量	40.0
		每股股价	9.9

资料来源：Patrick A. Gaughan, *Measuring Business Interruption Losses and Other Commercial Damages* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2004), pp. 281-282。

价值评估中的实物期权

过去十年来，现金流量贴现法在资本预算和商业估价中的运用缺乏灵活性。资本投资往往伴随着可能影响整个周期内投资价值的不同选择项目或者替代项目。在资本预算中，这些可以在投资期间改变投资价值的选择项目称作实物期权（real option）。大部分资本投资活动都会有很多实物期权，常见的期权包括推迟或延期投资、增加投资甚至放弃投资。在并购中，可能出现的实物期权是延迟收购或者出售整个部门。资本项目通常会面临许多不同的增长期权，允许公司采取步骤，投入成本，加快或者减缓从提议的交易中获得现金流的速度。在收购中，收购方可能会增加对被收购公司的资本投资，以期目标公司能够增长得更快。简单预测一套未来现金流计划而不考虑投资期或者收购期内可以进行的其他选择，就会大大缩小可能发生的或者可以进行的其他项目的选择范围。在资本预算中，理论研究者和实践工作者都对这些局限进行了思考，并运用各种工具来扩展简单的净现值计算方法。

为得到明确包含预期现金流各种不同选择项目的企业价值，理论研究者和实践工作者应用了获得诺贝尔奖的期权定价模型（OPM），该模型原本用作金融期权的估价。到目前为止，这方面的研究已经达到了非常高的水平，1973 年的布莱克-斯科尔斯（Black-Scholes）期权定价模型可以成功地用来表示实物期权的计算过程，见公式（14.15）至公式（14.17）。当然，这个模型仍然主要用于期权估值。对于买入期权，公式如下：

$$C = SN(d_1) - Ee^{-rt}N(d_2) \tag{14.15}$$

$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + rt}{\sigma\sqrt{t}} + \frac{1}{2}\sigma\sqrt{t} \tag{14.16}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t} \tag{14.17}$$

表 14—2 给出了在标准的布莱克-斯科尔斯计算公式中的 5 个参数和它们在商业估价中的等价参数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14—2　　布莱克-斯科尔斯买入期权和商业实物期权的参数对比

买入期权的参数	符号	商业实物期权的参数
标的股票价格	S	未来现金流的现值
执行价格	E	投资额
股价的波动性	σ	现金流的波动率
无风险利率	r	无风险利率
期权到期日	t	期权到期日

为了说明在收购案例中如何使用这个模型，我们假定大型制药公司（BPC）计划收购一家中等规模的生物科技公司（BIOT），这家公司研发的产品对 BPC 非常重要。给定预期现金流和 12%的加权资本成本，采用现金流量贴现法计算得到的 BIOT 公司的价值为 5 亿美元。但是，BIOT 的要价却高达 7.5 亿美元。BIOT 坚持认为，如果现在对一种新药的研究投资 12 亿美元的话，在 3 年后会产生 10 亿美元的现金流贴现价值。BPC 很困惑为什么一项净收益明显为负值的投资会增加 BIOT 的价值，事实上，他们还打算降低对这家生物科技公司的出价。BIOT 回应说，新药现金流贴现价值的标准差大概为 70%，只要 3 年期的国债收益率为 5%，就能带给公司上述价值。BIOT 的首席财务官向 BPC 解释道，这种潜在的增长相当于一份买入期权，相当于以 12%的贴现率（BIOT 的 WACC）计算 3 年后价值 10 亿美元的股票的现值，大概是 7.12 亿美元。他使用买方期权模型（见公式 14.5 至公式 14.7），这里 S 为 7.12 亿美元，行权价格 E 为 12 亿美元，行权期为 3 年，无风险利率为 5%，波动率为 70%。经过这些计算，首席财务官得到 BIOT 的潜在增长价值大约为 2.53 亿美元。因此，他认为公司要求 7.5 亿美元的收购价格一点都不过分。

也有人对应用布莱克-斯科尔斯模型这样的方法进行价值评估提出了质疑。他们认为实务工作者很难使用这样的模型。因为模型的参数很难估计，而且这些原本为证券设计的模型也不能直接用于商业估价。这些理由听起来很有道理。但是，批评者忽略了一个要点。通过开发能够提供更大灵活性和更加实际的估值模型，我们正在努力改善现有商业估价方法的单一性，从而得出能够包含更多变量（比如现金流的自然波动性）的估值模型，这些变量在简单的估值方法中没有被考虑到。我们并不只是在商业估价中运用基本的布莱克-斯科尔斯模型就够了，而是引入这个模型，期望在未来开发出更新颖、更丰富的估值方法，超越简单的现金流量贴现估值法。

可比乘数法

可比乘数法经常被用于评估企业价值。这种方法可以快速简单地计算出公司的价值。和 DCF 方法一样，可比乘数法可以被用来评估上市公司和私人公司的价值。在运用可比乘数法时有两个基本步骤：（1）选择正确的乘数；（2）乘以相关的收入基数。我们可以发现，在选择这两个参数的时候，存在大量的判断和主观性问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经常使用的乘数包括价格—收入乘数、市盈率（P/E）乘数、价格—账面价值乘数、企业价值—EBITDA 乘数、价格—收入乘数以及其他组合。一般会使用这些乘数的标准值，尤其是当价值水平波动比较大的时候。一旦得到了乘数，就可以用来计算当年的企业价值或者计算根据所选基数估计的下一年的企业价值。使用得最多的乘数可能是市盈率乘数，该乘数表示公司的股票价格（P）与每股收益（EPS）的比值。用得出的市盈率乘以公司的每股收益就可以得到公司估计的股票价格。举个例子，我们分析 10 家可比公司，得到的平均的市盈率为 17。我们用这个系数乘以目标公司的每股收益，这里假设是 3 美元，就可以得到 17×3＝51（美元）。如果乘数是根据历史收益得出的，那么它们又被称为追踪乘数（trailing multiples）。如果乘数是根据预测的未来收益得出的，那么它们被称为前进乘数（forward multiples）。

其他较常用的乘数还有 EBITDA 乘数——有时也被称为现金流乘数，因为 EBITDA 有时被用来代表现金流。在给定公司 EBITDA 水平下，我们通过分割公司价值，包括权益总额和债务总额，来得到 EBITDA 系数。我们可以从一组可比公司中得出平均乘数，然后用该乘数乘以目标公司的 EBITDA 值，就可以得到想要的企业价值了。最后可以从目标公司的总价值中减去债务价值得到权益价值。

可比性的确立

在使用可比乘数法时，最关键的一个问题就是可比性。我们得出可比乘数的可比公司是否真的和要估值的目标公司相似呢？那些可比公司的价值被高估了还是被低估了呢？比如说，如果要估值的公司存在一些问题，那么它的乘数就不会与同行业中其他更加健康的公司的乘数相同。目标公司存在的问题不应该只体现在较低的收入基数上，还应该体现在更低的可比乘数上，这个更低的可比乘数反映了未来较低的收入增长。

可比乘数是一个向前看的指数。举个例子，买方支付相当于 EBITDA 7 倍的价格购买一家公司，并不是为了得到它过去的 EBITDA 水平，而是期望获得未来的现金流。当市场为一个行业中的不同公司确立一定的收购乘数时，意味着市场对这些公司未来产生现金流的能力进行了评价。在使用这个乘数时，可比性是最关键的。这并不是简单地说被收购的这家公司和可比公司符合相同的标准行业分类（Standard Industrial Classification，SIC）或者北美工业分类体系（North American Industry Classification System，NAICS），属于同一个行业。为了确定可比性，应该进行更加细致的考察。在可比法估值过程中，找到与目标公司处于同一个行业中的可比公司乘数只是第一步，而不是最后一步。根据以前的收购情况确定一个乘数范围后，就选择支付收购价格时所依据的乘数，评估者需要考察目标公司和得到平均可比系数的其他公司之间存在什么区别。如果目标公司有不少特征能够增强它未来的盈利能力，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么就应该使用更高的乘数。聪明的买方应该意识到这一点并找到符合要求的乘数。如果不能，要么是买方想得太简单了，要么就是对目标公司未来盈利能力高于平均水平的判断是错误的。

对局外人的处理

在使用行业乘数的时候应该知道哪些企业要纳入计算平均乘数的范围。了解企业之间的差异是非常重要的。可能该行业中很多公司的乘数都和平均值存在差异。如果只有一两个局外企业偏离平均值，那么可以考虑是否要剔除它们。如果局外企业和被评估公司存在很大差异，那么在计算平均乘数时就需要剔除这些企业。

案例研究

应用可比乘数法确定企业价值

企业的价值是一个非常广泛的指标，反映了投资于公司的资本的价值，包括债务资本和权益资本。在这个案例研究中，我们参考一家在估值前被出售的相似企业的可比乘数计算公司价值。前文已经提到过，可比乘数适用于一些特定的业绩指标。一些经常用到的业绩指标包括：

- EBITDA：息税、折旧及摊销前收入
- EBIT：息税前收入
- 净利润：息税后收入
- 自由现金流：营运现金流减去资本支出

表 A 描述的例子中使用了 EBITDA 这个业绩指标。以 EBITDA 为基础，说明了如何计算企业价值/EBITDA 乘数。

表 A　　EBITDA 乘数

净利润	$ 2 000 000
纳税额	700 000
利息	250 000
折旧和摊销	150 000
EBITDA	$ 3 100 000
股权收购价格	12 000 000
附息债务	2 500 000
企业总价值	14 500 000
乘数	4. 68

表 A 展示了企业总价值（14 500 000 美元）和 EBITDA（3 100 000 美元）的关系。如果已知目标公司的 EBITDA，通过 EBITDA 乘数，就可以估计出目标公司的总价值。总价值估计出来后，减去附息债务，就可以得到公司的股权价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表B则展示了如何从其他可比历史交易中得到乘数。

表B　　OCI公司收购情况概览

	Court公司	Rotary公司	Bay Products	Western Manufacturing
净利润	748 125	304 000	776 000	2 374 000
纳税额	785 625	110 000	400 000	1 411 000
利息	48 750	45 000	182 000	1 407 000
折旧和摊销	458 125	233 000	392 000	3 498 000
EBITDA	2 040 625	692 000	1 750 000	8 690 000
股权收购价格	14 052 000	4 600 000	14 600 000	54 300 000
附息债务	498 000	1 863 000	2 616 000	15 954 000
企业总价值	14 550 000	6 463 000	17 216 000	70 254 000
乘数	7.13	9.34	9.84	8.08
EBITDA乘数简单平均	8.60			
EBITDA乘数加权平均	8.24			

下面一个例子用来说明采用可比乘数法估计企业价值。OCI公司要收购Wilson公司，我们的任务就是对Wilson公司进行估价。在过去几年，OIC公司进行了多次收购交易（见表B)。从历史数据来看，OIC公司支付的价格为EBITDA的7～10倍，乘数的未加权平均值为8.6倍，根据交易规模得出的加权平均值为8.24倍。

我们可以把这个乘数应用于收购目标——Wilson公司的财务数据，确定其合适的价值（参见表C)。应该指出的是，Wilson公司的历史财务数据需要进行调整，剔除其中的非重现项目（nonrecurring items）及非经常项目（unusual items），因为这些项目在将来不会重复出现。最后得到企业价值为3 320万美元，减去约900万美元的债务后，股权价值为2 420万美元。

表C　　Wilson公司的估值

净利润	$1 539 000
纳税额	928 000
利息	374 000
折旧和摊销	1 194 000
EBITDA	$4 035 000
平均乘数	8.24
企业总价值	33 248 400
附息债务	8 990 000
股权价值	$24 258 400

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用市盈率乘数

P/E 乘数是一个经常被用到的价值指标。和其他乘数（比如 EBITDA 乘数）一样，使用者需要注意其中的微妙之处。如前文指出的，我们可以使用追踪乘数也可以使用前进乘数。当使用乘数估计企业价值时，我们需要确定使用的是永久收入（permanent income），即剔除了不会重现的、一次性的收入。例如，资产的出售收入和企业未来的表现无关，就应该予以剔除。正如前面讨论的，我们还需要对追踪乘数和前进乘数加以区别。对于市盈率乘数而言，追踪乘数是指最近的股票价格除以过去整个会计年度（如去年）的收益，而前进乘数则是指当前股票价格除以预计收益。这里的预计收益可以通过评估者的计算得到，也可以通过一些商业数据库得到，这种商业数据的提供商比如扎克斯投资研究（Zacks Investment Research）会进行市场预测。但是对于有稳定收入的企业，通过其自身的历史收益增长或者过去一年的收益水平进行预测可以得到很有意义的数字。

需要注意的是不同行业的乘数千差万别。因为各个行业的收入增长预期各不相同。表 14—3 显示了不同行业挑选出的收购市盈率乘数。从中可以看出，不同行业的乘数具有很大的差异。

表 14—3　　收购乘数：按行业划分的平均市盈率*，2005 年

行业	市盈率
农产品制造	18.2
商业和广播业	21.4
金融服务业	28.0
制造业	17.5
自然资源	30.3
其他服务业	29.5
房地产	33.3
零售业	23.4
交通运输	23.6
公共设施	22.6
批发和物流	23.6
1995—2005 年平均值	25.7**

* 剔除市盈率乘数低于 0 或大于 100 的企业；

** 加权平均值。

资料来源：*Mergerstat Review*，2006。

案例研究

美泰公司收购乐宁公司
——由于尽职调查不足和战略失误而支付了过高的价格

美泰公司（Mattel）收购乐宁公司（Learning Company）是一起由于尽职调查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不足和战略失误而导致超额支付的经典案例。美泰公司是玩具行业的领头企业，经营芭比娃娃等知名品牌。公司通过一系列收购战略逐渐成长为行业中的领导企业，其中包括收购了一些主要的玩具公司，比如泰科玩具公司（Tyco Toys）和费雪玩具公司（Fisher Price）。这种横向收购竞争者的战略扩大了公司的产品线，同时大大增加了公司的市场份额。

1997年，新的执行官吉尔·巴拉德（Jill Barad）掌舵美泰这家玩具公司。她迅速成名，成为美国知名的女企业家之一。当她的形象出现在《商业周刊》（*Business Week*）的封面上时，吉尔在业界的名望达到了顶峰。掌握了公司的控制权之后，她开始进行收购交易，在1999年说服公司购买了一家经营类型大不一样的公司。美泰公司支付35亿美元收购了生产教育软件的乐宁公司。这项战略的出发点是玩具将变得更加电脑化，同时乐宁公司产品的消费者和美泰公司产品的消费者类似。对此表示怀疑的人指出，这两家公司产品线之间的相似性很难看出来。这些怀疑在2000年得到了证实，美泰公司血本无归地出售了乐宁公司。这项交易使美泰公司损失惨重，当时整个公司的表现堪忧，公司不得不重新专注于玩具生产。为了减少损失，美泰公司和乐宁公司只能分道扬镳。

对目标公司股权的估值

在对上市公司进行价值评估的时候，债务的价值一般来说比较容易评估，而对目标公司股权价值的评估比较具有挑战性。对于上市公司而言，目标公司的股票有一个可以交易的市场，公司股票在市场上的交易价格可以用来确定在收购中应该为目标公司的权益支付多少价钱。但是，买方不能只是简单地采用出价时的市场价格，必须进行一些必要的价格调整。其中一项就是要对价格进行时间差异调整，简单来说，就是当前股价不能反映股票交易的长期历史价格。市场很可能处于暂时的衰退期，买方可能希望利用暂时的低价，但是卖方很难接受。一定时期的历史平均价格和当前价格之间的差额为双方的讨价还价提供了空间。另外，当前的股价也没有反映通常伴随着收购要约而来的控制权溢价。

收购和控制权溢价

当一家公司向目标公司的股票发出收购要约时，一种评估这个要约的方法就是估计控制权溢价的数额。交易所的个别股票报价和超过51%的股权报价之间存在巨大的差异，因为后者能够使购买方有效地控制公司。如果投资者购买目标公司股票达到享有控制权的水平，那么就可以获得两方面的好处：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买股票得到的投资价值，以及控制和改变公司经营方向的权力。控制权可以让买方运用目标公司的资产来实现自己的股票价值最大化。这种额外的控制权是要求支付对价的。因此，当投资者购买大量股票获得对公司的控制权时必须支付控制权溢价。

通过考察表 14—4 和图 14—2 中的数据，可以看到控制性股权（controlling interest）相对于少数股权（minority interest）的价值。1982—2004 年间，控制性股权的价值更高，P/E 值也要高于表 14—3 中列示的，并且不同行业之间存在很大的差异。

表 14—4　　按行业划分的平均溢价*，2005 年

行业	溢价
农产品制造	19.8
商业和广播业	15.5
金融服务业	31.3
制造业	37.9
自然资源	78.3
其他服务业	32.7
房地产	33.1
零售业	27.0
交通运输	28.3
公共设施	32.5
批发和物流	48.7
1995—2005 年平均值	34.5**

* 剔除负溢价；

** 加权平均值。

资料来源：*Mergerstat Review*，2006。

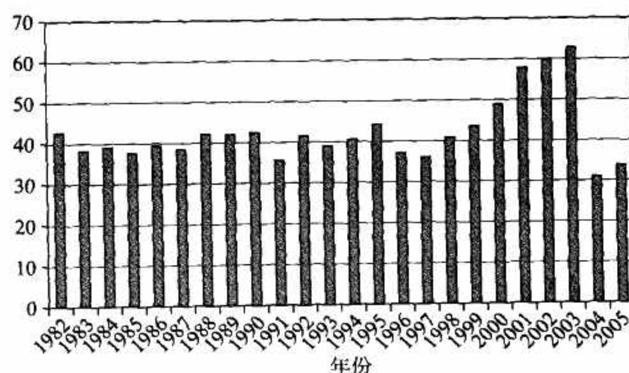


图 14—2　控制权溢价：1982—2005 年

注：控制性股权的平均溢价百分比，1982—2005 年。

资料来源：*Mergerstat Review*，1994 and 2006。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供求因素与收购价格

基本的供求关系会影响公司股票在收购竞争中的价格。我们假定目标公司的股票数量在任何时候都是固定的，即假设目标公司不会采取措施增加或者减少发行在外的股票数量来对抗敌意收购。当收购方大量购买公司股票的时候，目标公司的股价就会上升（参见图 14—3）。因为目标公司股票的供应数量是固定不变的，因此不管什么时候股票的供给曲线都是一条竖直线。D_B 表示收购前目标公司股票的市场需求。收购方对于股票的额外需求表现为需求曲线由 D_B 向右移动至 D_A。

但是图 14—3 中的分析不能反映所有的问题。除了会使目标公司股价上涨的控制权因素外，还存在一些抵消效应。这些抵消效应可能来自大量购买股票时通常可以获得的一些折扣。当机构投资者大量购买股票时，它们通常可以从卖方那里获得一定的数量折扣，卖方可能也是一家机构投资者，比如保险公司或者养老基金。

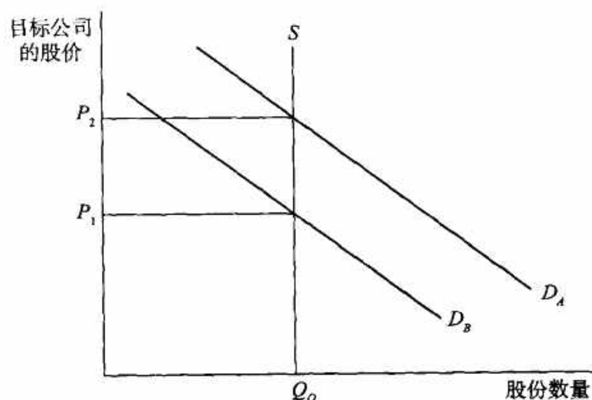


图 14—3 需求对价格的影响

霍尔索森、莱夫特威克和迈耶斯（Holthausen，Leftwich and Mayers）研究发现，在卖方主动发起的交易中，买方通常会获得与购买数量相关的价格折让。① 在买方主动发起的交易中，买方会支付一笔与购买数量相关的溢价。上述研究表明，在收购方主动发起的交易中，会出现如图 14—3 显示的由需求驱动的价格调整。在目标公司自发出售的交易中，会出现前面提到的抵消效应。但即使存在抵消效应，由于控制权溢价会在总额上超过价格折让，因此这个效应也显得微乎其微。

霍尔索森等人的研究没有特别针对兼并交易中的大规模股票买进，而是

① Robert W. Holthausen, Richard W. Leftwich, and David Mayers, "The Effect of Larger Block Transactions on Security Prices," *Journal of Financial Economics*, 19, 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要针对证券市场中常规的大规模买卖。但即使如此，他们的研究结果也非常有价值，因为这项研究揭示了交易规模本身是如何影响购买价格的。

最后，在讨论中我们假设目标公司股票供给是固定的，这只有在目标公司不会发行更多股票，或者不会回购自己的股票的前提下才成立，公司发行在外的股票数量保持不变。但是，任何时候都只有一部分发行在外的股票在交易，另外一部分股票被那些有着长期打算的投资者持有。当发生诸如收购这样的重大事件时，这些不经常活动的股票可能会重新进入市场，改变股票的供给曲线。

股票的变现能力

各种股票的变现能力大不相同。上市公司发行的股份可以在两种市场上交易：一种是在有组织的交易所（organized exchanges）交易，另一种是在柜台市场（OTC）交易。在纽约证券交易所交易的股票通常被认为具有良好的流动性，而在一些小的交易所（比如地区性交易所）交易的股票通常被认为流动性较差。柜台交易是一种交易系统，在这个系统中，各类经纪人、券商通过美国全国证券交易商自动报价系统协会（NASDAQ，纳斯达克）的计算机网络进行证券买卖。过去，这个市场专门为小公司设立，但是近年来纳斯达克市场有了非常重大的变化，许多大公司的股票都在这个市场上交易。但是在纳斯达克市场上交易的公司，在公司规模和股票交易数量方面各不相同。那些在柜台市场中交易不活跃的股票会被纳斯达克的计算机系统除名，这些证券的价格只能从粉单（pink sheets）市场获得，每天公布一次，投资者可以从美国全国报价局（National Quotation Bureau）拿到这些资料。

证券赖以交易的媒介——市场在估价过程中占有重要的地位。市场范围越广泛，日交易量越大，证券的流动性就越高。也就是说，如果你想出售某种股票，那么在交易频繁的、有组织的交易所中，你无须压低价格就可以卖出大量股票。如果股票是在柜台市场交易，并且交易稀少，那么报价的参考性就要弱一些。在粉单市场上，卖方在接近最后报价的任何价位都难以卖出大量股票。除非已经发生了大宗交易，否则无法确定该股票的确切价格。

市场的薄度（thinness）是决定证券流动性的一个很重要的因素。缺乏流动性是影响股票价格的另外一个风险因素。在评估预计现金流价值的时候，要在风险溢价中考虑股票的流动性或者说变现风险。

判断一个市场的薄度如何，可以看它的可交易股份（float shares）数量——可以在市场公开交易的股份数量。在OTC市场交易的小公司也许只把它们的一小部分股票拿来交易，而绝大多数的股份几乎不交易。如果可交易股份的数量只占发行在外股份总数量的一小部分，那么这个市场提供的价值信息就不是很有用处。不仅如此，如果可交易股份数量很少，那么任何一次交易量的突然增加都会极大地影响股票价格。这是另外一个需要考虑的风险因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有一个相关的因素会影响购买者愿意为购买在OTC市场交易的证券支付的价格，那就是证券是否集中在某些集团的手中。在OTC市场交易的公司，它们的股票通常集中在少数人手里。一些公司可能刚刚上市，大部分股份还掌握在家族成员手里。比如在欧洲的公司中，诸如家族创始人的大股东会拥有公司大部分的股份。在这种股份集中的情况下，公司被外部收购方成功收购的可能性就会减小，除非是善意收购。总之，证券集中在反收购集团手里的程度越高，收购的麻烦就越大，收购成本就越高。

案例研究

时代华纳—派拉蒙公司——现金流估值与收益估值

1989年6月，时代公司出价收购华纳通信公司，随后，派拉蒙通信公司又出价收购时代公司。这两次合并——时代与华纳的结合和派拉蒙与时代的结合——使得合并后的公司负担了大量债务，而产生的收益并不多。为了完成对华纳公司价值140亿美元的收购，时代公司将承担80亿美元的负债。但是这并没有减少被收购公司在收购者眼中的价值。派拉蒙公司对时代公司的出价是122亿美元，或者说是每股价格200美元。对目标公司估值中的关键点是媒体资产（media assets）产生现金流的能力，这正是通信巨头们所需要的。

"时代公司作为美国第一流的公司之一，根据现金流而不是收益来估值，这一点很重要。"伯纳德·加拉格尔（Bernard Gallagher）——位于费城的康卡斯特公司（全美第三大电缆公司）的副主席兼财务官评价道。"派拉蒙、时代、华纳都是传统的收益导向型公司，现在却主张收益已经不像合并和组建那些能够在未来产生现金流的资产那样重要了。"①

采用现金流方法来分析公司的收益在第四次并购浪潮中普及开来。现金流稳定的公司会发现它们可以承担更多的负债来进行交易，即使不像传统借款者那样有很多物质资产可以作为抵押，它们也同样能够找到资金提供者。比如像位于丹佛的有线电视巨头——TCI那样的有线电视公司就是很好的例子。用户的订购费为这些公司提供了可靠的现金流，使它们能够很好地偿还债务。其他有线电视公司也从TCI公司学习经验，行业中的公司联合在一起，组建全国有线电视网络。②TCI公司和另外一家有线电视公司——第一媒体的价值评估在几年以后成为一个重要话题，当时AT&T公司为收购这些公司支付了非常客观的价格，因为AT&T公司认为自己的通信业务和这些公司组合在一起会产生协同效应，能够增加合并后公司的现金流。但是这个分析后来被证明是一个很大的错误。

大量的现金流并不足以保证公司的盈利能力。时代公司筹借80亿美元债务资金收购华纳公司，这使得合并后的公司成为世界上最大的媒体公司，同时也使公司背上了110亿美元的债务。和第四次并购浪潮中的许多杠杆收购交易一样，公司利润的很大一部分要用来支付债务利息。1989年，时代华纳公司报告了4.32亿美元的亏损。

具有讽刺意味的是，时代华纳公司拒绝了派拉蒙公司的高价收购，时代华纳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的管理层坚信公司股价最终会达到每股200美元。但是1990年年初，时代华纳的股票一度跌至每股96.125美元，连管理层预期的一半都不到，管理层的决策受到了质疑。③派拉蒙公司收购时代华纳成为20世纪90年代娱乐行业重组中的巨型交易之一。时代华纳，这家拥有许多高价值资产的公司，会从兼并初期的股价下滑中反弹回来，并在第五次并购浪潮中成长，最终带给投资者丰厚的回报。但是这个价值创造过程在它与AOL公司的那次灾难性兼并中画上了句号。由于对公司股票的投机性估价，AOL公司的股东在合并后的AOL—时代华纳公司中拥有多数股权，他们以时代华纳公司股东的损失换取了自己的高额溢价，而时代华纳公司的股东则因为公司管理层的糟糕表现蒙受了巨额损失。

① "Time's Warner Bid Reflects Emphasis on Value of Cash Flow, Not Earnings," *Wall Street Journal*, 27, June 1989, p. A2.

② Ibid.

③ David Hilder, "Time Warner Holders Fret As Stock Sinks," *Wall Street Journal*, February 7, 1990, p. 21.

数据可靠性与欺诈性失真

对于收购者来讲，最糟糕的情况莫过于虚假呈报公司的收益。圣达特公司在1998年高估自己的收益就是这样一种情况。我们在第10章中讨论过，圣达特公司是华美达旅馆、科威国际不动产以及安飞士汽车租赁公司的特许授予人，也是会员俱乐部的经营者之一。圣达特公司是1997年12月HFS公司和CUC国际公司合并的产物。1998年公司被迫声明CUC国际公司故意夸大收入，同时低报费用。产生的问题包括把客户要求全额退还的会员费记为公司收入。在重新呈报的数据中，公司报告的收入被取消了50%。各种对虚增利润的估计在5亿～6.4亿美元之间。这种对财务报表的蓄意造假行为简直是一场收购噩梦。圣达特公司在这次会计舞弊事件中存活下来。市场认为这只是一次性的事件，相信公司能够复苏。但是市场并不认同公司多样化的经营战略，公司最后不得不收敛起来，把自己分拆成几个单独的子公司。

套利者的作用和对股价的影响

一旦传言某家公司将成为收购的对象，风险套利者就会大量购买这家目标公司的股票。风险套利者通常是一些机构投资者，它们对公司最终被收购的可能性进行打赌。如果收购最后发生了，那么公司股票的持有者，包括这些套利者，就会收到一笔溢价。由于套利者不断囤积公司的股票，会导致公司股价不断上升，这将抵消机构投资者大规模购买股票能够获得的价格折扣。因此，套利者购买股票的净效应是促使股价攀升，增加公司被收购的可能性。我们在第6章中讨论过，由于现在更多的股票集中在少数投资者手中，公司被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购的可能性会增加，同时大宗股票购买也变得更加容易。此外，由于套利者的目的在于尽快实现良好的投资收益，只要价格合适，他们就会毫不犹豫地出售手中的股票。因此风险套利活动对收购者是很有帮助的。

并购对估值的影响

人们对并购带给估值的影响进行了大量研究。大部分研究都是在 20 世纪 80 年代早期进行的，不过这些研究结果在后来仍然适用。我们会在本章后面部分讨论一些近期的研究，比如对较长时期收益规模的研究，以及交易媒介对收益的影响等研究。①

大多数的研究考察并购的短期影响，考察的时期只是收购前后的几个月。肯定并购存在正效应的人认为，收购计划要经过若干年才能显示出成果来。研究人员反映，市场在评估收购报价时，会从对收购前公司的长期了解中提取信息。此外，要从很长一段时间内发生的许多事件和其他交易中过滤出对某项交易的影响，进行长期研究，是非常困难的。但还是有些研究者在交易后的一段时期内考察了各种财务指标。

针对并购对估值影响的各种研究得出了五个概括性的结论：

1. 目标公司的股东可以从兼并协议中获得正收益。有几项研究表明，在善意的、协商确定的收购交易中，目标公司的普通股股东通常都会得到在统计意义上显著的正额外收益。② 这些收益的来源可以追溯到目标公司股东收到的溢价上。

2. 股权收购能使目标公司股东获得更高的正收益。在敌意股权收购中，目标公司的股东会收到在统计意义上显著的正收益。③ 敌意收购的过程会创造一种竞争环境，提高收购方的出价，从而使目标公司股东获得的收益比善意收购中的更高。

3. 目标公司的债券持有人和优先股股东可以从收购中获益。目标公司的债券持有人和优先股股东都会从收购中获益。④ 在收购方规模要比目标公司规模大的情况下，收购方及其资产的加入能给目标公司带来更多的保护，降低

---

① 我们必须认识到，几年前的研究并不意味着他们的发现不再适用于后来的情况。如果使用与早先发表的研究成果相似的方法，得出相似的结论，那么这种研究成果是很难被发表的。一般来说，除非研究发现重大差别，否则期刊的审稿人和主编是不会接受先前研究的更新版的。

② Debra K. Dennis and John J. McConnell, "Corporate Mergers and Security Returns," *Journal of Financial Economics*, 16 (2), June 1986, 143 - 187; Paul Asquith, "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns," *Journal of Financial Economics*, 11, April 1983, 51 - 83; Paul Asquith and E. Han Kim, "The Impact of Merger Bids on Participating Firm' s Security Holders," *Journal of Finance*, 37, 1982, 121 - 139; and Peter Dodd, "Merger Proposals, Management Discretion and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 8 (2), June 1980, 105 - 138.

③ Michael Bradley, Anand Desai, and E. Han Kim, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers," *Journal of Financial Economics*, 11 (1 - 4), April 1983, 183 - 206.

④ Debra K. Dennis and John J. McConnell, "Corporate Mergers and Security Returns," *Journal of Financial Economics*, 16 (2), June 1986, 143 - 187.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目标公司债券和优先股的风险，使这两种证券的价值更高。与对普通股股东产生的影响一样，这只是一个直观的结论。

4. 收购方股东从兼并中获得的收益为零甚至为负数。当公司从事收购时，收购方股东通常不能从交易中获利，他们的收益要么在统计上不显著，要么为负数。这大概反映了市场对收购方获得的协同收益能否大于支付的收购溢价持怀疑态度。由于收购方的规模通常要比目标公司的大，所以收购方的股票反应要比目标公司的小。

5. 收购方股东通常从股权收购中获得的收益很少或者为零。收购方股东从敌意收购中获得的收益并不明显。一些证据表明收购方股东获得的收益要么只是很小的正数，要么为零。

哪种类型的收购方公司表现最差?

在并购交易中，收购方公司的表现一般都不尽如人意，那么哪种类型的公司表现最差，哪种类型的公司表现相对较好呢？劳和维迈兰对 1980—1991 年间的 3 169 起兼并交易和 348 起股权收购进行了分析。[①]他们对魅力公司（glamour firms）和价值公司（value firms）进行了比较。所谓魅力公司，是指那些账面价值与市场价值的比率较低，而历史收益较高，现金流量增长较快的公司；所谓价值公司，是指那些账面价值与市值的比率较高，而历史表现较差的公司。他们的研究结果显示，魅力公司的表现不如价值公司。他们把魅力公司相对糟糕的表现归因于诸如傲慢等因素，同时还指出，魅力公司在收购时倾向于用股票支付。这一点很容易理解，因为它们的股票相对于价值公司的股票而言价值更高。

控制权溢价和目标公司股东的收益

控制权溢价是目标公司股东获得正收益的来源，因此，考察控制权溢价如何随着各种情况的变化而变化很有用处。在下一节中，我们会讨论控制权溢价的历史发展趋势，控制权溢价如何随股市的变化而变化，在战略性收购、非战略性收购以及对等收购中控制权溢价有怎样的不同，等等。接着，我们将探讨市场是否会在收购交易之外，单独对控制权进行估值。

并购溢价的历史趋势

并购溢价会随时间而变化。当我们回顾最近两次并购浪潮时，会发现每

---

① P. Raghavendra Rau and Theo Vermaelen, "Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 49 (2), August 1998, 223-253.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次浪潮的开端和中期，并购溢价低于平均值。有意思的是，在莫勒、施林格曼和斯塔尔茨（Moeller，Schlingemann and Stulz）的研究中，第五次并购浪潮的末期，收购方股东遭受了巨大的损失，这两种现象之间是有一定联系的。[①] 我们接下来会讨论，并购溢价在第四次和第五次并购浪潮的后期都有所上涨（参见图 14—3）。在第四次并购浪潮结束的时候，经济进入了衰退期，并购溢价也有所下降，但是在第五次并购浪潮结束时，收购溢价出现了大幅度的增长。事实上，2002 年和 2003 年间的并购溢价分别达到了 59.7%和 62.3%，那时是第五次并购浪潮结束之后的短暂间隔期间，并购刚刚开始又一次升温。

股市的活跃程度与并购溢价

公司收益或者股利的变化不足以解释股市正常波动造成的股价上涨或下跌[②]，股市的波动使得一些股票在一段时期内被高估，在另一段时期内又被低估。管理层知道，在熊市中，公司股票的价格会低于公司的长期价值。他们相信股票价格只是被暂时低估了，管理层通常不愿意在熊市的时候出售自己手中的股票，除非价格高于市场的平均溢价。类似地，在牛市的时候，比如 1994—1997 年期间，收购方也不会愿意支付同样的平均溢价，因为他们知道，目前的市场已经高估了大部分股票的价格。在牛市期间，平均收购溢价会有所下降，这正是我们所期望的（参见表 14—5）。但是，当市场在 20 世纪 90 年代末继续走强的时候，并购溢价也随之增长。也就是说，即使同一家公司的盈利能力没有同比例增长，但是股票价格却急剧上升。投资者没有像在 1994—1997 年时那样，调低收购溢价，而是在已经被高估的股票价格基础上，报出更高的收购溢价！毫不奇怪，莫勒、施林格曼和斯塔尔茨的研究发现，在 1998—2001 年期间，收购方公司的股东总共损失了 2 400 亿美元。

表 14—5　　并购溢价超过市场价格的百分比

年份	道琼斯工业平均指数	平均溢价
1978	805.00	46.2
1979	838.70	49.9
1980	964.00	49.9
1981	875.00	48.0

① Sara B. Moeller, Frederick P. Schlingemann, and Rene Stulz, "Wealth Destruction on a Massive Scale: A Study of Acquiring Firm Returns in the Recent Merger Wave," *Journal of Finance*, 60, April 2005, 757 - 783.

② 罗伯特·希勒（Robert Shiller）使用这种关系证明了证券市场并不总是有效的，其他一些研究者也赞同这个观点。更加相关的是，市场可以是有效的，这意味着市场能够对新信息作出快速的反应，但是市场不会总是理性的，在它们处理新信息的时候，总是会发生错误。市场有时候会作出过度反应或者相反的反应。参见 Robert Shiller, "Do Stock Prices Move too Much to Be Explained by Subsequent Changes in Dividends?" *American Economic Review* 71, 1981, 421 - 426。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

年份	道琼斯工业平均指数	平均溢价
1982	1 046. 50	47. 4
1983	1 258. 60	37. 7
1984	1 211. 60	37. 9
1985	1 546. 70	37. 1
1986	1 896. 00	38. 2
1987	1 938. 80	38. 3
1988	2 168. 60	41. 9
1989	2 753. 20	41. 0
1990	2 633. 70	42. 0
1991	3 168. 80	35. 1
1992	3 301. 10	41. 0
1993	3 754. 10	38. 7
1994	3 834. 40	41. 9
1995	5 117. 10	44. 7
1996	6 448. 30	36. 6
1997	7 908. 30	35. 7
1998	9 181. 40	40. 7
1999	11 497. 10	43. 3
2000	10 786. 90	49. 2
2001	10 021. 50	57. 2
2002	8 341. 63	59. 7
2003	10 453. 92	62. 3
2004	10 783. 00	30. 7
2005	10 717. 50	34. 5
1978—2005 年的平均值	—	43. 1

资料来源：Yahoo Finance，and *Mergerstat Review*，2006。

并购溢价的决定因素

并购溢价的规模大小通常取决于两个方面因素的综合影响，一个是出价人对收购收益的估计，第二个是目标公司讨价还价的能力。收购收益有多种来源，包括收购方和目标公司合并后预期的协同收益，或者目标公司价值被低估或目前管理层水平低下，而收购后能够得到改善。收购方的谈判地位也受多种因素的影响，比如其他收购方的存在、目标公司反收购防御能力的强弱。瓦雷亚对 1975—1980 年间 77 起交易进行了研究，探讨不同因素对并购溢价的决定作用。① 他的结论强烈支持竞价过程中竞争对手和反收购措施对并购

① Nikhil P. Varaiya，"Determinants of Premiums in Acquisition Transactions，" *Managerial and Decision Economics*，8，1987，175-184.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

溢价的决定作用，但是这些作用对预期收益的影响比较复杂。

战略性并购中的溢价

罗奇（Roach）调查了战略性并购中的收购溢价是否要高于缺乏战略意义的并购交易中的溢价。[①]人们通常批评非战略性收购不能给收购方公司带来多少价值。理论上讲，如果战略性收购更有价值，那么卖方就会处于更有利的谈判地位，可以要求更高的收购溢价。但是在一项对 1992—1997 年间 1 446 起收购交易的研究中，罗奇发现无论并购公司的 SIC 编码是否相同，交易支付的控制权溢价并没有显著差异。这意味着收购是否具有战略意义并不是并购溢价的决定性因素。

对等并购和溢价

1998 年，通信行业发生的几次大规模并购都没有产生巨额溢价，这与罗奇的研究发现相一致。GTE 公司与大西洋贝尔公司（后来的 Verizon 公司）之间的并购就是一个很好的例子。如果我们认为这项交易是大西洋贝尔公司进行的收购，那么 GTE 的股东就会非常失望，因为他们每持有一股 GTE 公司的股票只能交换 1.22 股大西洋贝尔公司的股票，在交易宣布之后，GTE 公司的股票收盘价为 55.13 美元，大西洋贝尔公司股票的收盘价为 44.32 美元。考虑到 GTE 公司的市盈率比较高、收入增长比较快、股价曾经一度高达 64 美元等实际情况，从 GTE 公司的角度来看，这桩交易并不足以打动人心。但是 GTE 公司的管理层坚持认为这桩交易是“对等并购”，这个观点与特拉华州法庭的观点一致：法庭认为，以股换股的并购交易并不是相互交换控制权。根据这个法律观点，不存在什么控制权溢价。从时代—华纳—维亚康姆—QVC 的收购竞争中，我们可以得到一些经验教训，那就是如果第三方介入竞争，并且报出很诱人的收购溢价，那么这种交易很容易转变成收购战。

关于控制权溢价是否有保证的争论在柯克·克科里安和他的特拉辛达公司的诉讼中受到了广泛关注。特拉辛达公司是克莱斯勒公司的大股东。1998 年克莱斯勒和戴姆勒奔驰之间的兼并在当时被认为是对等并购。[②] 但是，由于当时克莱斯勒出现了明显的财务危机，戴姆勒成为主导方。克莱斯勒的管理层被戴姆勒的管理层取代，他们掌管了克莱斯勒公司的经营。柯克·克科里安提出诉讼的原因在于，他认为这项交易是收购交易，他和其他的股东应该得到收购溢价。但是法庭不同意他的观点。法庭的规则和戴姆勒的 CEO 朱尔

---

① George R. Roach, "Control Premiums and Strategic Mergers," *Business Valuation Review*, June 1998, 42 - 49.

② See case study in Patrick A. Gaughan, *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It* (Hoboken: John Wiley & Sons, 2005), pp. 306 - 316.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金·施伦普在《金融时代》（*Financial Times*）中发表的评论不一致：

我们不得不采取一种迂回路线，这也是一种心理战术。如果我走过去对克莱斯勒说你必须被分割，那么克莱斯勒公司的任何一个人都会说："我们决不进行这项交易。"①

市场对控制权进行独立于收购的估价吗?

我们提出了大量的证据说明收购中存在控制权溢价，我们应该确定，如果没有收购交易，控制权是否也会带来溢价。在一项旨在衡量为取得控制权而支付的溢价的研究中，利西、麦康奈尔和麦克尔森力图确定资本市场是否会对控制权进行单独的估价。②

利西等人的研究检查了 30 家公司普通股的市场价格，这些普通股的种类有所不同，它们支付相同的股利，但是拥有的投票权存在巨大差异。其中一类普通股在与公司控制权相关的问题上拥有很大的投票权，比如公司董事的选举。这两类普通股能够提供完全相同的财务收益，只是在投票权和对公司未来发展的控制能力上有所不同。他们的研究结果显示，相对于 26 家发行没有投票权的优先股的公司来说，享有优先投票权的普通股比其他类别的普通股交易价格要高，他们发现平均溢价是 5.44%。要记住，这与前面提到的并购中溢价是一致的。利西研究的公司中没有发生收购，但是这些溢价是可以预期的。

在研究所考察的 30 家公司中，有 4 家公司中享有优先投票权的普通股比其他类别的普通股交易价格反而低一些。但是这 4 家公司与其他 26 家公司存在不同，那就是它们的资本结构都比较复杂，都发行了享有投票权的优先股。由于存在享有投票权的优先股，因此这 4 家公司与其他 26 家公司不具有可比性。另外一项针对特殊行业（比如银行业）的研究发现，控制权溢价的波动范围在 50%～70%之间。③

以股换股交易的价值评估

这部分我们简单讨论以股换股交易的价值评估问题。在展开讨论之前，我们需要先介绍一些背景知识。

---

① Andrew Ross Sorkin, "A TransAtlantic Merger of Equals? Not Exactly," *New York Times*, April 10, 2006.

② Ronald C. Lease, John J. McConnell, and Wayne H. Mikkelson, "The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations," *Journal of Financial Economics*, 11, April 1983, 439-471.

③ Larry G. Meeker and O. Maurice Joy, "Price Premiums for Controlling Shares of Closely Held Bank Stock," *Journal of Business*, 53, 1980, 297-314.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换股交易和拍卖

一些公司不愿意对以股换股的兼并交易展开讨论，因为它们不能确定这样的合并应该看做是出售一家公司还是出售两家公司。在这种情况下，其他的投标人会参与进来，采取拍卖的形式进行收购。1989 年，时代公司收购华纳通信公司就是一个这样的例子。时代公司宣布对华纳通信公司进行善意的、以股换股的兼并，没想到派拉蒙公司半路杀出。派拉蒙公司要求目标公司应该卖给出价最高的一方，它认为时代公司和华纳公司宣布的交易应该进行拍卖竞价。但是特拉华州法庭的规则不同意派拉蒙公司的观点，法庭认为，拍卖过程并不是必须的。特拉华州法庭的判决对于善意的、以股换股的兼并意义重大。在法庭的裁决之后，管理层与董事会根据商业判断原则在同意这类交易方面拥有更大的回旋余地，交易的支持者可以声称他们为公司设计了长期的发展计划，能够使股东利益最大化，他们可以不接受另一家公司提出的敌意收购。这为更多的以股换股的善意并购奠定了基础。

换股交易与现金交易的税收激励

税法规定以股换股的交易可以视作免税重组处理。[①] 也就是说，目标公司股东收到的股份除非被出售，否则不用被征税，是免税的。因此，目标公司的股东可以延迟纳税，直到出售从收购方公司获得的股票时再纳税。公司重组有一项税收劣势，那就是收购方不能利用非重组交易中允许使用的其他税收优惠，就像交易如果采用现金融资，也无法获得税收优惠一样。如果交易不是一项重组，那么就可以获得一些税收优惠，比如逐步增加资产基础的能力、使用目标公司拥有的但没有被使用的退税额度等，甚至还可以接受负债来交换目标公司的股份。比如，目标公司股东可以接受一部分债务作为目标公司出售的分期付款，在这种情况下，除非目标公司股东收到实际支付，否则递延的支付不需要纳税。[②] 卖方可以累计这部分未收讫出售价格的利息，利息收入同样可以免税。

风险效应：股票还是现金?

在现金交易中，目标公司股东可以马上实现他们的收益，而收购公司的

---

① Alan J. Auerbach and David Reishus, "The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions," in *Mergers and Acquisitions*, Alan J. Auerbach, ed. (Chicago: National Bureau of Economic Research, 1987), pp. 69 - 85.

② Alan J. Auerbach and David Reishus, "Taxes and the Merger Decision," in *Knights, Raiders, and Targets*, John C. Coffee Jr., Louis Lowenstein, and Susan Rose Ackerman, eds. (New York: Oxford University Press, 1988), pp. 300 - 313.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东要承担一定的风险，那就是协同效应的收益能否抵消收购中支付的溢价和其他成本。在股票交易中，双方公司的股东共同承担交易能否成功的风险。在第 8 章中，我们讨论过以股换股交易的相对优势和估值影响。

股票融资交易中的法律问题

购买方使用证券为收购交易融资的时候一定要注意美国证券交易委员会的注册要求，这些要求在《1933 年证券法》中有说明。卖方偏爱注册过的证券，因为注册过的证券容易在市场上出售。而买方偏爱不需要注册的证券，一个原因是注册过程需要花费昂贵的成本，包括专家费用和管理时间等成本。注册过程还要求买方公开披露一些信息，买方可能并不愿意让其他人知道这些信息，比如竞争者。此外，注册过程还会给买方设置一些障碍，阻止买方采取一些行动，以免他们修改报送给 SEC 的注册文件。

不过，买卖双方可以通过谈判达成相关协议，允许买方豁免一些注册要求。鉴于为购买目标公司而提供的证券不属于公开发售，因此买方会尽量争取豁免的资格。虽然并不一定能够达到非公开发行的豁免条件，但是从买方的观点来看，争取豁免会给总的交易成本带来重大影响，同时也会深刻地影响卖方对买方所提供对价的估值。

换股比率

换股比率指的是目标公司每股股份可以换取的收购公司的股份数量。收购方提供的股份数量取决于它们对目标公司的估价。举个例子，2006 年 4 月，阿尔卡特公司（Alcatel）和朗讯公司（Lucent）宣布实行以股换股的兼并，朗讯公司的股东每持有 1 股公司股票就可以换得阿尔卡特公司 0.195 2 股美国库存股票（American depository share）。

为了得到这个交换比率，收购方与目标公司都对目标公司进行了价值评估，通过这个程序，收购方确定自己愿意支付的最高价格，同时目标公司确定自己愿意接受的最低价格。在这个范围之内，实际交易价格就取决于双方拥有的其他投资机会以及相对的谈判能力。根据对目标公司的估价，收购方确定了自己愿意支付的每股价格。把要支付的每股收购价格除以收购方股票的市场价格就可以得到换股比率。让我们看一个联合通信公司（United Communications）兼并动感娱乐公司（Dynamic Entertainment）的例子（参见表 14—6）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14—6　　联合通信公司与动感娱乐公司的财务状况比较

	联合通信公司	动感娱乐公司
当前收益	$ 50 000 000	$ 10 000 000
流通股份	5 000 000	2 000 000
每股收益	10	5
股票价格	150	50
市盈率	15	10

让我们假定，根据自己对动感娱乐公司的价值评估，联合通信公司决定以每股 65 美元的价格来购买动感娱乐公司的股份。这相当于在动感娱乐公司兼并前每股市价的基础上上浮 30%。从联合通信公司的股票来看，65 美元的出价相当于联合通信公司的股份数量为 65/150 股。

换股比率＝每股收购价格/收购方股票每股价格＝$ 65/$ 150＝0.43

根据以上数据，联合通信公司就可以计算出要 100%购买动感娱乐公司，总共需要提供多少股份。

联合通信公司必须发行的股份总数＝(每股收购价格×目标公司所有流通股份)/收购公司每股价格
＝（$ 65×2 000 000)/$ 150
＝866 666.67

存续公司的每股收益

通过计算存续公司的每股收益（EPS），我们可以看到兼并交易对收购方每股收益的影响。

公司合并后的收益＝50 000 000 ＋10 000 000

公司合并后的流通股份总数＝5 000 000＋866 666.67

交易对联合通信公司 EPS 的影响——每股收购价格为 65 美元	
收购前 EPS	收购后 EPS
10.00 美元	10.23 美元

交易完成后，联合通信公司的 EPS 会有所增加。我们来看一下如果提高收购动感娱乐公司的出价，那么对联合通信公司的每股收益又会产生什么影响呢?

我们假定动感娱乐公司拒绝了每股 65 美元的购买报价。并且假定，根据动感娱乐公司自己进行的内部分析，认为每股价值至少为 75 美元。动感娱乐公司还坚信，自己公司对于联合通信公司的价值远远超过 75 美元。经过一番激烈的讨价还价，联合通信公司最终愿意每股出价 90 美元。

为了观察新的交易对合并后存续公司每股收益的影响，我们必须重复上面的计算过程，采用更高的收购出价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换股比率＝每股收购价格/收购方股票每股价格

＝＄90/＄150＝0.60

联合通信公司需要发行的股份总数＝(每股收购价格×目标公司所有流通股份)/收购公司每股价格

＝（＄90×2 000 000)/＄150

＝1 200 000

交易对联合通信公司 EPS 的影响——每股收购价格为 90 美元	
收购前 EPS	收购后 EPS
10.00 美元	9.68 美元

可见，90 美元的较高收购价格降低了联合通信公司的每股收益。这就是每股收益被稀释的例子。

每股收益稀释的判断标准

只要支付给目标公司的市盈率超过收购方自身的市盈率，就会发生每股收益的稀释。支付的市盈率可以通过将每股收购价格除以目标公司的 EPS 计算得到，即：

支付市盈率＝＄65/＄5＝13＜15

假定每股收购价格为 65 美元。

当每股收购价格为 65 美元时，支付的市盈率小于收购方自己的市盈率，因此收购后的 EPS 没有被稀释。图 14—4 显示了购买上市公司支付的市盈率差异，表明在第四次和第五次并购浪潮中，收购溢价是如何增长的。

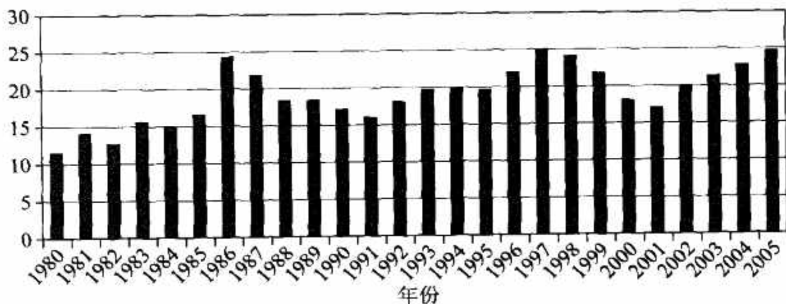


图 14—4 支付市盈率中值：1980—2005 年

资料来源：*Mergerstat Review*，1994，1998，2001，2005 and 2006。

假定每股收购价格为 90 美元

支付市盈率＝＄90/＄5＝18＞15

如果每股收购价格变成 90 美元，支付市盈率就会大于收购方自己的市盈率，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购后的 EPS 被稀释了。

不稀释每股收益的最高收购价格

我们可以通过求解以下等式中的 P确定不稀释每股收益的最高收购价格：

不稀释 EPS 的最高收购价格（P'）

$$15=P'/\$5$$

$$P'=\$75$$

解出 P'，我们可以看到不稀释 EPS 的最高收购价格为每股 75 美元。但是这并不意味着收购方不能报出超过每股 75 美元的价格。为了获得某些收益，比如协同效应，一家公司可能会愿意在开始的时候每股收益被稀释，因为那些收益最终会使公司的每股收益增加。从表 14—7 中的每股收益的发展趋势就可以看出这一点。

表 14—7　　兼并与不兼并情况下的每股收益，联合通信公司

年份	不进行兼并（4%增长率，美元）	进行兼并（5%增长率，美元）
0	10.00	9.68
1	10.40	10.16
2	10.82	10.67
3	11.25	11.21
4	11.70	11.77
5	12.17	12.35
6	12.66	12.97
7	13.16	13.62
8	13.69	14.30

考察表 14—7，可以看到尽管联合通信公司在一开始每股收益被稀释了 0.32 美元，但是很快就超越了兼并前的 EPS 水平。我们假设兼并前公司 EPS 的增长率为 4%，也就是说，刚刚与通货膨胀率持平。假设为了获得更高的增长率，公司对动感娱乐公司表现出了兼并兴趣。我们再假设兼并前的分析使联合通信公司确信，收购动感娱乐公司后，存续公司的增长率可以达到 5%。

采用 5%的 EPS 增长率，显然到了第 4 年，联合通信公司就达到了更高的每股收益水平。对盈亏平衡点的精确计算过程如下：

$$\$10\times(1.04)^t=\$9.68\times(1.05)^t \tag{14.18}$$

其中，t 表示达到盈亏平衡点的时刻。

求解 t，得到：

$$\frac{\$10}{\$9.68}=\frac{(1.05)^t}{(1.04)^t}$$

$$0.033=(1.05/1.04)^t$$

$$\log(1.033)=t\log(1.05/1.04)$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$0.01412 = t(0.004156)$$

公司对于自己愿意等待每股收益达到盈亏平衡点的时间可能会有一个最高限制。如果联合通信公司愿意等待 3.25 年左右的时间达到盈亏平衡，那么它就可以同意以每股 90 美元的较高价格进行兼并。如果联合通信公司觉得等待的时间太长了，那么它只能同意以较低的价格进行兼并，或者寻找其他的兼并对象。

影响每股收益最初变化的因素

每股收益变化的数额与以下两个主要因素相关：

1. 市盈率差异。规则：收购方的市盈率相对于目标公司的市盈率越高，交易后收购方每股收益的增加就越多。

2. 以收入衡量的双方公司的相对规模。规则：目标公司的收入相对于收购方的收入越高，交易后收购方每股收益的增长就越多。

上文我们已经对第一个因素进行了解释，但是对双方公司相对规模产生的影响还需要进行探讨。为了便于讨论，我们假定公司的价值可以用收入来衡量。由于 EPS 是用收益除以流通股数得出的比率，因此，加上目标公司的收入之后，存续公司的收入增加越多，存续公司的每股收益就会越高。这是一个常识性的命题。

我们可以把两个因素的影响结合起来，得出如下结论：收购方的市盈率与目标公司相比越高，目标公司的收入与收购方相比越高，那么合并后公司的 EPS 就增长得越多；反之亦然。两家公司的市盈率差额和相对收入对每股收益的综合影响可以参见图 14—5。

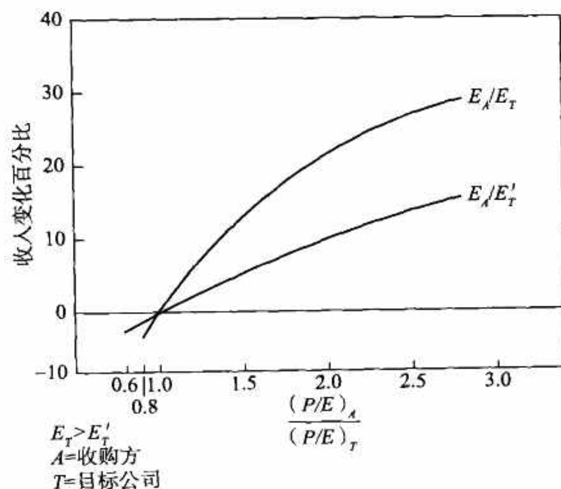


图 14—5　市盈率差额和相对收益的综合影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每股进阶收益

每股进阶收益（bootstrapping EPS）指的是通过购买其他公司来使本公司的每股收益获得增长的能力。在 20 世纪 60 年代末的第三次并购浪潮中，每股进阶收益非常普遍。那个时候，市场对混合经营企业的价值评估并不是很有效。只要收购了其他公司，混合经营企业的每股收益和股票价格就能获得增长。

在联合通信公司收购动感娱乐公司的案例中，联合通信公司根据 65 美元的收购报价，发行了 866 666.67 股股份，这使公司发行在外的总股数达到 5 866 666.67股（参见表 14—8）。

表 14—8　　兼并后联合通信公司的财务状况

收入	60 000 000.00
流通股数	5 866 666.67
EPS	10.23
市盈率	15.00
股票价格	153.45

在每股 65 美元的收购出价下，联合通信公司向动感娱乐公司支付了高出兼并前每股价格（50 美元）30%的溢价，并且仍然能够得到每股收益的增长。如果我们假定在兼并前后使用同样的市盈率，那么联合通信公司的股价必然上升，这从以下的计算过程中可以看到：

$$P/E = P/EPS \tag{14.19}$$
$$15 = P/\$10.23$$
$$P = \$153.45$$

由于每股进阶收益的存在，兼并后联合通信公司的股票价格上升至每股 153.45 美元。但是每股进阶收益的产生需要两个条件：

(1) 市盈率在兼并后不能下降。这意味着兼并后，市场对公司使用的市盈率至少与兼并前持平。如果市场认为合并后的公司价值下降了，那么市场就会进行纠正，从而使合并后公司的市盈率下降。在第三次并购浪潮中，市场对于不断成长的混合经营公司估值调整缓慢，使用的市盈率比较低。

(2) 收购方的市盈率必须高于目标公司的市盈率。如果满足这两个条件，那么高市盈率的公司就可以收购低市盈率的公司，同时获得 EPS 的增长。这会激励收购方，促使他们不断进行收购，从而获得 EPS 的更多增长。只要股票市场采用同样的市盈率对公司进行估值，那么这个过程就会持续产生作用。20 世纪 60 年代末就发生过这种情况。只有当市场进行自我纠正，质疑许多收购交易缺乏协同效应的时候，这种运动才会停止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并购后的市盈率

如果市场是有效的，那么每股进阶收益就不可能发生。收购后的市盈率将是收购前两家公司市盈率的加权平均值，计算公式如下：

$$\frac{P}{E_{A+B}}=\frac{P_A\times S_A+P_B\times S_B}{E_A+E_B} \tag{14.20}$$

其中，

$\frac{P}{E_{A+B}}$ =收购后的市盈率

P_A=公司 A 收购前的每股股价

P_B=公司 B 收购前的每股股价

S_A=公司 A 发行在外的股份数量

S_B=公司 B 发行在外的股份数量

E_A=公司 A 的收益

E_B=公司 B 的收益

采用上述公式，我们可以计算出联合通信公司以股换股收购动感娱乐公司后的市盈率。我们根据每股 65 美元的收购报价、总共需要发行 866 666.67 股这两个数据计算出的 P/E 比率为：

$$\frac{P}{E_{U+D}}=\frac{P_U\times S_U+P_D\times S_D}{E_U+E_D}$$

$$\frac{P}{E_{U+D}}=\frac{\$150\times 5\ 000\ 000+\$50\times 2\ 000\ 000}{\$50\ 000\ 000+\$10\ 000\ 000} \tag{14.21}$$

$$=\frac{\$750\ 000\ 000+\$100\ 000\ 000}{\$60\ 000\ 000}=\frac{\$850\ 000}{\$60\ 000}=14.17$$

在没有每股进阶收益影响的情况下，相对于联合通信公司兼并前的市盈率，合并后公司的市盈率有所下降。合并后公司的市盈率是合并前联合通信公司的市盈率（15）和动感娱乐公司的市盈率（10）的加权平均值。

案例研究

美源公司与伯根布鲁斯威格公司的以股换股兼并

2001 年 3 月，美国最大的两家药品分销商宣布进行兼并，如果成功，那么合并后的公司市值将达到 50 亿美元。2000 年，美源公司（AmeriSource）的收入为 116 亿美元，伯根布鲁斯威格公司（Bergen Brunswig）同期的收入为 230 亿美元。尽管收入差距如此悬殊，美源公司还是被认定为收购方。2000 年，美源公司的净利润为 9 900 万美元，而伯根布鲁斯威格公司亏损了 7.52 亿美元。伯根布鲁斯威格公司的财务困难来自以前收购产生的各种问题。

根据交易最初宣布的协议，美源公司股东将拥有合并后公司 51%的股份。伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根公司的 1 股股票兑换新公司的 0.37 股股票，而美源公司的 1 股普通股兑换新公司的 1 股股票。交易前，伯根公司发行在外的总股份数为 1.361 亿股。根据交易前美源公司 44.48 美元的收盘价和伯根每股兑换合并后公司 0.37 股的交换比率，可以通过如下步骤计算目标公司的价值：

伯根公司股份总数×换股比率×美源公司每股股价＝1.361 亿股×0.37×44.48 美元＝24.4 亿美元＝伯根公司的价格

美源公司的股份总数×收购前美源公司每股股价

5 240 万股×44.48 美元＝23.3 亿美元

合并后股权价值近似＝50 亿美元

美源公司股东持股比例：51%；伯根公司股东持股比例：49%

固定股票数量与固定股票价值

在以股换股的交易中，买方既可以提供固定数量的股票，也可以提供特定美元价值的股票。如果提供固定数量的股票，那么这些股票的价值就会随着收购方股票价格的变动而变动。卖方收到的价值和买方提供的价值会根据出价方股票价格的变化而变化。如果买方提供固定价值的股票，那么实际提供的股票数量就会随着收购方股票价格的变动而变动。“上下限协议”（collar agreement）可以在一定程度上降低由固定股票数量引起的不确定性，该协议通常规定，如果股票价格高于或者低于某个值，那么双方可以修改换股比率。

上下限协议允许股票价格发生小幅度波动，而不需要修改换股比率。一旦超出某个限度，就要调整换股比率。上下限协议是兼并谈判中的一个要点。如果一方或者双方股票的波动性很强，那么达成上下限协议就很有必要。如果双方公司处于同一个行业，那么各股票的市场运行会互相抵消。在很多上下限协议中，如果股价波动超出设定的范围，那么就可以允许收购者退出交易。这增加了一项不确定因素，对交易双方和风险套利者来说都非常重要。

跨国收购和以股换股交易

跨国收购中产生的一个难题是，目标公司股东可能不想持有收购方公司的股份。美国股东收到欧洲公司的股份时，通常就会出现这样的情况。由于偏好美国公司的股票，因此目标公司股东会出售他们持有的收购方公司的股票。一旦这些股票回归收购方公司所在的市场，就会导致收购方股价的下跌。股价下跌会有效地增加出价者的收购成本。我们有时把这种现象称为“国内市场回流”（domestic market flowback）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目标公司理想的财务特征

收购方可以对照以下特征从财务方面对收购目标加以甄别：

● 现金流和收入的快速增长。现金流和收入的不断增长是收购目标最理想的特征。未来现金流是购买者从收购中获得的最直接收益。因此，这两个指标历史数据的不断增长趋势在一定程度上可以说明在未来也会具有较高的水平。

● 低市盈率。与过去两三年的市盈率相比，当前较低的市盈率说明公司的价格处于低位。低市盈率通常也被认为是目标公司理想的财务特征。市盈率越低，收购目标公司需要支付的价格就越低。由于市场是经常波动的，因此一家公司或者一个行业的市盈率也会上下波动。如果股价的下跌并不是因为潜在收购目标的收益能力下降了，那么这意味着目标公司的价值被暂时低估了，这是一个很好的收购机会。收购方可以通过比较当前市盈率与前三年市盈率的差异，来衡量目标公司的价值被低估了多少。较低的市盈率水平意味着公司价值被低估了，原因可能是投资者偏好发生了变化或者公司未来产生收入的能力发生了变化。3 年内市盈率的最低值可以说明是否存在这两个原因，分析师的任务就是确定到底是哪一个原因。（虽然上述讨论主要围绕市盈率，但也同样适用于现金流比率。）

● 市值低于账面价值。在某些行业中，账面价值是一个更加可靠的价值尺度。在拥有较多流动资产的行业中，账面价值的用处更大一些。比如财务公司和银行就是拥有很多流动资产的企业。即使是在资产流动性相对较弱的行业中，比如拥有大量房地产资产的公司，账面价值也可以作为参考基准。1988 年康波公司收购联合百货公司就是这样的一个例子。两家公司都拥有大量房地产资产、可以出售的部门和连锁店。这些资产的市场价值和可出售部门的预计价值合计在一起，按每股计算，使得联合百货公司很容易成为被收购的目标。事后来看，在出售时，这些可出售部门的预计价值远远高于它们的市场价值。

● 流动性强。目标公司的流动性有助于满足收购的融资需求。与行业平均水平相比，较强的流动性反映了公司在这方面的能力。在通过债务融资进行的收购交易中，流动性尤其重要，目标公司的流动性可以说明目标公司在并购后偿还融资负债的能力。

● 财务杠杆低。较低的财务杠杆比率，比如债务比率和负债权益比率也是目标公司一个理想的财务特征，较低的财务杠杆比率说明公司的风险水平比较低，同时也说明公司可以进一步举债来为收购融资。行业的周期性越明显，把公司财务杠杆保持在一个可控范围内就越重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私有企业的估价

私有企业（private business）的规模差异很大。很多人觉得私有持有的都是小公司。事实上不是这样的。比如说，美国最大的私有企业是科氏工业公司（Koch Industries）。2005 年 11 月，科氏公司用 132 亿美元收购了上市公司——乔治亚太平洋公司（Georgia Pacific）。这项交易使得科氏公司的年收入增加到 800 亿美元，超过嘉吉公司（Cargill）成为美国最大的私有企业。私有企业在欧洲更加普遍。其中一个例子就是贝塔斯曼公司（Bertelsmann），这家德国媒体巨头从 19 世纪起就被莫恩（Mohn）家族所控制。它经营业务广泛，涵盖广播、电视、图书、杂志发行和音乐录制，收入超过 200 亿美元。2006 年 5 月，这家公司曾经考虑过上市，但是最终决定买下由比利时投资公司布鲁塞尔兰伯特集团（Groupe Bruxelles Lambert）持有的公司 25%的股权。

我们已经讨论过的估价模型也可以用于私有企业的估价，但是需要根据上市公司和私有企业之间的区别作出一些调整。

上市公司和私有企业估价中的最大区别在于财务数据的可获得性和可信赖性。[①] 一部分差异的造成来自企业最小化应税收入的努力，尤其是在私有企业中。另一个差异的成因是法律要求上市公司必须以特定的方式披露一些财务数据，而私有企业不用受到这些要求的约束。

应税收入的报告

上市公司和私有企业遵从的有关应税收入的报告要求是不相同的。私有企业的业主总是想尽一切办法降低应税收入，从而降低税务负担。虽然上市公司也想尽量使自己的税务负担最小，但是不能像私有企业那样可以采用许多避税方法。为了尽量减少应税收入，私有企业发布的财务数据不如上市公司的可靠。因此，分析师不能信任私有企业报告的收入反映了它们真实的盈利能力和创收能力。

对于收入的报告，上市公司与私有企业的目的是截然不同的。上市公司受到一些外部约束，报告高应税收入的动机比较强烈。其中一个约束来自股东施加的压力，股东是公司真正的"主人"，他们要求定期获得股利。由于股利要从应税收入中支付，因此这限制了上市公司少报应税收入的能力。

上市公司与收入报告

像私有企业一样，上市公司也想尽可能少纳税，但是由于它们承担着向

① This Section is drawn from Patrick A. Gaughan and Henry Fuentes, "Taxable Income and Lost Profits Litigation," *Journal of Forensic Economics*, IV (I), Winter 1990, 55 - 64.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东支付股利的义务，因此上市公司减少纳税的机会不多。由于向股东报告的财务信息要求经过审计，因此上市公司操纵收入报告的空间不大。

财务报表的编制通常要经过三个会计阶段：编制、复查和报表审计。其中，编制报表的严格程度最低，而对财务报表的审计要求对公司的财务记录进行独立的分析。上市公司必须准备经过审计的财务报表作为年度报告。根据《1934 年证券交易法》的要求，美国证券交易委员会推行了这些审计要求。美国证券交易委员会不允许把复查阶段和编制阶段的财务报表作为 10K 报告。复查后的报表可以作为 10Q 季度报告，但是编制阶段的报表不能用作这些向公众发布的财务报告。由于公开发布的财务报表中报告的收入需要经过审计，因此其中的利润数据要比那些出现在私有企业财务报表中的数据更加可靠，私有企业的财务报表通常不需要经过审计。由于缺乏审计监督，因此私有企业报告的利润水平真实性要差一些。审计要求的缺乏使得私有企业可以操纵自己报告的利润水平，从而最小化应税收入。在公司收入报告方面，上市公司与私有企业的做法截然不同。上市公司需要展示高额利润使股东满意，股东更加希望看到报告中的利润能够转化为更多的股利支付和上升的股票价格。

私有企业既不用受到政府公开披露要求的约束，也不用受到公开证券市场的压力和约束。由于可以尽其所能低报应税收入，因此私有企业的税单数额比较低。私有企业可以采取两种办法减少应税收入。第一种是低报收入，第二种是高报成本。前者对于小公司，尤其是从事现金业务的公司来说更加普遍，有时候这些公司通过故意使日常记账不准确，来使报告的收入低于实际收入。这样做不仅不合法，而且给估价师带来了巨大的困难。

如果有理由认为公司的收入被低报了，那么就需要对实际收入进行重新估计，这种情况有时候发生在由公司少数股东发起的股权诉讼案件中。通过公司的活动和一些可以转化为最终产品销售额的数量指标，比如材料和生产投入的购买，可以重新构建公司的实际收入水平。

为了减轻税务负担，对收入进行操纵的最常见办法是支付高于正常情况的薪酬、奖金和职务津贴。私有企业主可以从公司总收入中超比例提取大额薪酬。此外，企业主还可以在公司会计账上把各种额外的私人收益列作费用。虽然这些费用可以得到合法的税前扣除，但它们确实是企业主另外一种形式的薪酬。任何一种不计入私有企业主这种隐形薪酬的盈利能力衡量方式都会低估企业的实际盈利能力。私有企业的估价师通常不得不重新编制损益表来反映企业的真实盈利能力，在调整税收影响后，把实际上是企业主薪酬的成本花费加回去。

对私有企业估价时应该考虑的因素

在评估私有企业价值时需要考虑的一些因素可以参考“收入规则 59－60”(Revenue Ruling 59－60)。这个规则提出了税务法庭在评估作为赠与和不动产目的的私有企业股份的过程中需要考虑的各种因素。这些因素包括：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 业务性质和历史表现；
- 经济和行业的基本情况；
- 公司的账面价值和财务状况；
- 公司的盈利能力；
- 公司的股利支付能力；
- 商誉或其他无形资产；
- 股票的其他出售；
- 可比股票的价格。

私有企业的估价师应该注意“收入规则 59-60”中提出的这些因素，因为它们是在评估私有企业股票价值的过程中经常要被用到的标准。同时考虑某些因素可能会引起一些疑问，比如同时考虑收入和股利支付能力，因为股利支付能力取决于收入能力。行业分析、宏观经济情况分析和地区经济情况分析非常重要，需要作为估值过程中的一个独立部分。最好不要过分依赖公司的账面价值，因为这个指标不能准确反映公司的价值。“收入规则 59-60”遗漏了其他一些因素，比如清算价值，清算价值与账面价值可以放在一起考虑。把所有因素都考虑进去后，我们应该认识到这个收入规则很重要，但是不能只局限于它罗列出来的因素。

收购乘数

上市公司的股票是可以在市场上交易的，而私有企业的股票缺少一个广泛的市场。因此私有企业的收购乘数一般应该低于上市公司的收购乘数。从表 14—9 可以看出，在 1995—2005 年间，上市公司的市盈率中值为 21，而私有企业同期的市盈率中值仅为 17.1。

表 14—9　　上市公司和私有企业市盈率* 中值比较，1995—2005 年

年份	上市公司市盈率	私有企业市盈率
1995	19.4	15.5
1996	21.7	17.7
1997	25.0	17.0
1998	24.0	16.0
1999	21.7	18.4
2000	18.0	16.0
2001	16.7	15.3
2002	19.7	16.6
2003	21.2	19.4
2004	22.6	19.0
2005	24.4	16.9
1995—2005 年的平均值	21.3	17.1

* 剔除了市盈率乘数小于零或者大于 100 的公司。

资料来源：*Mergerstat Review*，2006。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值评估方法的调整

我们注意到上市公司的价值评估方法同样可以应用于私有企业的价值评估。从某种程度上来说，对上市公司的价值评估更加容易，因为存在一个可以经常对公司股权进行估价的市场。对于私有企业而言，也有各种交易数据库可以提供收购的购买价格和公司出售的乘数。这些数据一般会按照行业和规模进行分类，评估师可以获得一系列可比交易的数据，据此计算出平均乘数，然后应用到私有企业的估价上。

由于上市公司的数据要比私有企业的丰富很多，因此我们很自然会想到用上市公司市场交易的乘数来评估私有企业的价值。也就是说，我们可以利用平均的行业市盈率对私有企业进行估价。在估价之前，我们需要对这些参考值进行一些调整，从而使这些数据更加适合于私有企业。很多研究都试图衡量适用于上市公司股价的流动性折价（marketability discount），从而计算出与私有企业相关的乘数。其中许多研究都分析了两种价格之间的区别，一种是私下限制性交易的股价（不能在市场上向公众出售），另一种是这些股票的市场价格。这些研究最早开始于 20 世纪 70 年代。[①] 后期的研究比较了私有企业在上市之前出售股票的价格和公司上市后首次公开发行的价格。这些研究最早是在 20 世纪 80 年代进行的。[②] 各种研究得出了流动性折价的较大范围，支持 1/3 左右的折价。

少数股权折价

根据在私有企业持有的股权份额，需要考虑另外一个折价因素，那就是少数股权折价（minority discounts）。因为持有大量股份的股东对公司享有控制权，这是一种少数股东无法享有的附加价值。在通常情况下，小股东都任由大股东支配。持有公司少数股份只能选举少数的董事，如果公司成立所在州允许采用累积投票的话，那么小股东可能无法选举任何董事。多数股东和少数股东在股利分配方面，按照持股比例享有同样的权利，但是在股利之外，

---

① *Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission* (Washington, D. C.: U. S. Government Printing Office), Document No. 93-64, March 10, 1971; Milton Gelman, "An Economist-Financial Analyst's Approach to Valuing Stock of a Closely Held Company," *Journal of Taxation*, June 1972; Robert E. Moroney, "Most Courts Overvalue Closely Held Stocks," *Taxes*, 51 (3), March 1973, 144-154; Robert R. Trout, "Estimation of the Discount Associated with the Transfer of Restricted Securities," *Taxes*, 55, June 1977, 381-385; J. Michael Maher, "Discounts for Lack of Marketability for Closely Held Business Interests," *Taxes*, 54 (9), September 1976, 562-571.

② John D. Emory, "The Value of Marketability as Illustrated in Initial Public Offerings of Common Stock," *Business Valuation News*, September 1985, 21-24; and John D. Emory, "The Value of Marketability as Illustrated in Initial Public Offerings of Common Stock," *Business Valuation Review*, December 1986.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数股东拥有控制企业活动的权利。这种控制权具有额外的价值，需要为它支付额外的溢价。

如果在私有企业价值评估中使用的交易数据涉及购买公司的控制权，那么就需要对这些数据进行调整，消除其中的附加价值，消除与控制权相关的价值乘数。①

通过平均控制权溢价的数额可以确定恰当的少数股权折价。表 14—10 显示，1980—2004 年间的平均控制权溢价为 42.8%，据此可以计算出相应的少数股权折价。计算公式如下：

$$少数股权折价 = 1-[1/(1 + 平均控制权溢价)] \qquad (14.22)$$

使用 42.8%的平均控制权溢价，我们可以计算得到少数股权折价为 30%。

表 14—10　　平均控制权溢价和少数股权折价

年份	提供的平均控制权溢价（%）	少数股权折价（%）
1980	49.9	33.3
1981	48.0	32.4
1982	47.4	32.2
1983	37.7	27.4
1984	37.9	27.5
1985	37.1	27.1
1986	38.2	27.6
1987	38.3	27.7
1988	41.9	29.5
1989	41.0	29.1
1990	42.0	29.6
1991	35.1	26.0
1992	41.0	29.1
1993	38.7	27.9
1994	41.9	29.5
1995	44.7	30.9
1996	36.6	26.8
1997	35.7	26.3
1998	40.7	28.9
1999	43.3	30.2
2000	49.1	32.9
2001	58.0	36.7
2002	59.8	37.4
2003	63.0	38.7
2004	30.9	23.6
2005	34.5	25.7
平均值	42.8	29.8

资料来源：*Mergerstat Review*，2006。

① Shannon P. Pratt, Robert Rielly, and Robert Scheihs, *Valuing a Business* (New York: McGraw Hill, 2000), pp. 353－355.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变现能力折价与少数股权折价的应用

让我们假定购买某私有企业20%的股权，每股支付50美元的价格。假设变现能力折价和少数股权折价均为33%，那么这部分股票的交易价格为：

调整前价格	50美元/股
减33%的变现能力折价	33.50美元/股
减33%的少数股权折价	22.45美元/股

每股22.45美元就是这家私有企业不可出售的少数股权的价值。

关于私有企业收购估价的研究

尽管研究者针对上市公司的收购估价发表了大量的成果，但是对私有企业的估价问题研究甚少。这是因为上市公司的数据很容易获得，而私有企业的相关数据很难获得。常对上市公司出价收购私有企业时的股价反应进行了研究。[①] 通过对1981—1992年间281起不涉及股权收购的兼并提议进行分析，常发现收购方在现金交易中不能获得任何额外收益，在换股交易中可以获得正的额外收益。与之形成鲜明对比的是，一些对上市公司股票收购的研究发现额外收益为负。常比较了换股交易与私募股权配售（private equity placements），因为私有企业的股票通常集中在少数股东手里。研究表明在私募过程中发行股份的公司也能够获得正的收益。[②]

上市公司被收购后股价上涨的一个可能解释是，公司股票交给私有企业的少数股东掌管后，监管力度会有所加强，从而降低负面的代理影响，增加公司价值。当市场发现这一点时，股价就会上升。

小　结

本章对上市公司的各种估值方法进行了讨论。其中主要是现金流量贴现法和可比乘数法。在现金流量贴现分析中，需要预计未来一段时期内的自由现金流。这段估计期以后产生的现金流可以看做是永续年金，计算出来的价值称为存续价值。存续价值和一定时期的预测价值都要按照经过风险调整的贴现率折算成当前价值。预测年限越长，持续价值越低。企业的评估价值受到计入贴现率的风险溢价的影响。风险溢价和贴现率越大，企业的价值越低。

---

① Saeyoung Chang, "Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns," *Journal of Finance* 53 (2), April 1998, 773-784.

② Michael Hertzel and Richard L. Smith, "Market Discounts and Shareholders Gains for Placing Private Equity," *Journal of Finance* 48, June 1993, 459-485.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可比乘数法首先需要得到可比乘数，然后用可比乘数乘以目标公司的相关财务指标，得到目标公司的价值。比如说，分析师可以选择某些可比交易，然后计算乘数，比如市盈率乘数，再乘以目标公司的收益。使用这种估价方法的关键是要确定用于计算可比乘数的公司一定是真正可比的。

大量的学术研究试图探讨并购的估价效应。这些研究表明，目标公司股东能够获得统计上显著的正额外收益，而收购方的股东则不一定。研究表明收购方股东虽然有时候能获得一点点正的额外收益，但大多数时候是获得零收益甚至负收益。以上的研究大多是针对短期效应的。针对并购是否对收购公司股东和收到目标公司股份的股东产生长期影响也进行了研究，但是没有发现什么令人兴奋的结果。精心设计的收购交易能带给公司诸多好处，我们不应该否定并购行为，而是应该在交易中更加小心谨慎，进行详尽彻底的收购前规划。

理论研究还涉及对支付手段的探讨。以股换股交易与现金交易是有差别的，在以股换股交易中需要考虑双方公司相对的股票价格，同时必须对每股收益稀释等因素进行彻底分析。交易双方可以采用“上下限协议”锁定相对的股票价值，并根据市场上双方公司的股价波动，调整任何一方的换股数量。

估价分析是一项非常复杂的工作，要求估价人员必须拥有丰富的金融知识以及其他相关领域的知识。为了给出一份可靠的估价分析报告，分析师必须展开大量的尽职调查。第四次并购浪潮中许多并购失败的案例正是因为缺乏这种价值分析。

附　录

2006 年，一家位于荷兰的媒体与市场调研公司——VNU 公司收到几家私人权益公司提出的高达 90 亿美元的收购要约，这些私人权益公司包括黑石集团和凯雷集团。董事会倾向于接受这个收购要约，但是一些股东，包括持有公司 20%股份的维克骑士资产管理公司（Knight Vinke Asset Management）反对接受这个要约，因为他们相信还能收到出价更高的要约。为了得到股东的支持，VNU 董事会向股东提供了一份详细的分析报告，包括两家评估公司——瑞士信贷集团和罗思柴尔德父子公司（Rothschild & Sons Ltd.）出具的公平意见书。下面是瑞士信贷集团出具的公平意见书，展示了他们如何运用现金流量贴现法和可比分析法计算 VNU 公司的价值。

现金流量贴现分析

在使用 DCF 方式进行分析时，瑞士信贷计算了 VNU 公司 2006—2010 年可能产生的合并后、除去财务杠杆影响的税后自由现金流的净现值和 2010 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终值的净现值。这些现金流的估计都基于 VNU 公司管理层的内部预测（在其收购备忘录“某些预测”部分中有详细叙述）。“现值”是指未来现金流的当前价值，通过把未来现金流以某个贴现率贴现计算得到，使用的贴现率考虑了宏观经济情况、资本成本和其他相关因素。

“终值”是指一项资产在未来某个时点所有未来现金流的价值。一方面，瑞士信贷没有考虑 VNU 管理层提出的“向前结转成本节省计划”所节省的成本价值对估价产生的影响。瑞士信贷集团用 VNU 公司 2010 年的 EBITDA 乘以选择的 10～11 倍的乘数得到 VNU 的终值估计范围。估计的税后自由现金流和终值再按照 8.5%～9.5%的贴现率贴现到当前价值。这样，瑞士信贷集团在作出一些调整后得到了 VNU 公司的每股价值范围，这些调整包括公司 2005 年底的净负债、优先股、合资风险、少数股东利益和其他一些负债，从而得到公司股权价值的参考范围，最后除以稀释后的股份总数。

另一方面，瑞士信贷还使用 DCF 方法分析了 VNU 公司管理层提出的“向前结转成本节省计划”在 2006—2010 年能够实现的成本节约的现值，包括为了实现这些成本节约要发生的其他税前成本（见其收购备忘录中的“某些预测”部分)。分析中使用的贴现率为 8.5%～12.5%，并以 0～1.0%的永续年金增长率计算现金流终值。在这些假设下，分析得到的每股价值中值大概是 2.25 欧元。

VNU 公司每股普通股的价值中已经包含了 VNU 管理层提出的“向前结转成本节省计划”对每股现金流的影响。研究表明 VNU 公司的每股权益价值估计为：

- 确定 VNU 公司每股权益价值参考范围时采用现金流量贴现方法得出的价值；
- 不包括“向前结转”计划预计能节约的成本时，每股权益价值为 24.75～28.25 欧元；
- 包括“向前结转”计划预计能节约的成本时，每股权益价值为 27.00～30.50 欧元。

瑞士信贷还对“向前结转”计划预计能够节约的成本进行了敏感性分析，从而得到节约的成本数量对价值的潜在影响，预计的成本节约总额在 2006 年、2007 年和 2008 年度分别为 1.25 亿欧元、1.75 亿欧元和 2.25 亿欧元。这些数字的估计根据 VNU 公司管理层提出的成本节省计划。分析中使用的贴现率为 8.5%～12.5%，现金流终值计算中使用的永续年金增长率为 0.5%。分析表明公司的每股价值大概为 1.75～3.75 欧元。

其他因素

各部分加总的分解分析

瑞士信贷的观点只是从财务角度指出 VNU 公司的普通股股东接受这项收购得到的收益是公平的，并没有指出潜在的替代交易具有哪些优点，那些替代交易包括分解 VNU 公司或者 VNU 公司面临的其他交易和战略。根据监管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

委员会的要求，也为了帮助监管委员会评估这个收购要约，瑞士信贷还对公司一些可供选择的交易方式进行了财务分析，包括出售商业信息业务，分离市场信息部门和媒体指数及信息部门，分别组建独立的上市公司。为了和前面的分析相联系，VNU 管理层建议瑞士信贷假设不存在独立性的确认问题，那么：(1) 出售美国的商业信息业务会产生将近 3.8 亿～4 亿欧元的应纳税额（根据下面描述的瑞士信贷的估值分析）；(2) 出售欧洲的商业信息业务能够获得 3.2 亿～3.7 亿欧元的收入，并且不需要发生应纳税额；(3) 分离市场信息部门和媒体指数及信息部门可以采用免税方式；(4) 估计每年的成本节约（不考虑为获得这些节约而发生的其他税前成本）可以给市场信息部门和媒体指数及信息部门分别带来大约 1 500 万～2 000 万欧元和 5 000 万～6 000 万欧元的收益；(5) 大概需要付出 7 300 万欧元的税后成本来实现这个节约目标；(6) 剔除公司的一般管理费用（大约 1 500 万欧元），上市公司的其他费用可以分摊到市场信息部门和媒体指数及信息部门；(7) 分析认为完成交易所需交易费用和成本花费为 1.5 亿欧元。瑞士信贷还知道分拆公司会明显增加市场信息部门和媒体指数及信息部门的适用税率，但是这一影响没有在分析中反映出来。

现金出售美国商业信息部门

使用公开可获得的信息，瑞士信贷考察了几起相关并购交易的交易乘数，包括瑞士信贷认为和美国商业信息部门类似的交易。瑞士信贷注意到以下交易和本案例最为相似。

收购目标

PBI 媒体控股公司（由 Primedia 公司的商业信息部门 Wasserstein & Co.，LP 所控制）

摩根合伙公司　汉利·伍德有限责任公司（Hanley Wood LLC）

爱普瑞斯媒体有限公司（Apprise Media LLC）　汇科传讯集团（Canon Communications）

VNU N. V.　米勒·弗里曼美国公司（Miller Freeman USA）

瑞士信贷银行比较了所选择交易的交易价值，以得到目标公司在交易公布后的预计 EBITDA 乘数。包括 VNU 公司交易在内的所有可比交易的资料都来自各公司公布的财务信息。然后，瑞士信贷集团用从可比交易中得到的乘数乘以美国商业信息部门 2006 年的 EBITDA。结果表明，不考虑出售美国商业信息部门的应纳税额，得到的企业价值范围是 11.5 亿～12 亿欧元，参考的乘数范围为公司 2006 年 EBITDA 的 11.5～12 倍。

媒体指数及信息部门的公开市场估价

使用公开的信息，瑞士信贷集团对以下三家它认为和媒体指数及信息部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

门相似的公司的企业价值和2006年度预计的EBITDA乘数进行了分析。这三家可比企业包括：阿比创公司（Arbitron，Inc.）、捷孚凯集团（GfK AG）和益普索集团（Ipsos SA）。瑞士信贷比较了这几家公司的价值（定义公司价值等于股权价值加上净负债加上少数股权和优先股），用以估计2006年度EBITDA乘数，并把2006年3月3日的股票收盘价作为乘数。所选择公司的数据都来自公开的分析师预测。对媒体指数及信息部门的估计来自VNU公司管理层的内部预测，并考虑了成本节约计划的影响。然后，瑞士信贷采用参考这几家可比公司得到的2006年EBITDA乘数来估计媒体指数及信息部门2006年的EBITDA（剔除NetRatings公司，估计2006年度的EBITDA为100万欧元），结果得到公司价值为36.05亿～39.70亿欧元，大概为2006年EBITDA的12～13倍（剔除NetRatings公司）。

市场信息部门的公开市场价格

使用公开的信息，瑞士信贷考察了以下五家被认为和市场信息部门相似的上市公司的企业价值和2006年度预计EBITDA系数。这五家可比企业包括：艾美仕市场研究公司（IMS Health Inc.）、泰勒-纳尔逊-索福瑞集团（Taylor Nelson Sofres plc）、沃尔特斯·克鲁维尔集团（Wolters Kluwer NV）、汤姆森公司（Thomson Corporation）和里德·爱思唯尔集团（Reed Elsevier plc）。瑞士信贷比较了几家公司的价值（定义公司价值等于股权价值加上净负债加上少数股权和优先股），求得2006年度的预计EBITDA乘数。采用2006年3月3日的股票收盘价作为乘数，所选择公司的数据来自公开的分析师预测。市场信息部门的估计数据来自VNU公司管理层内部的预测，并考虑了成本节约计划的影响。然后，瑞士信贷用参考这几家可比公司得到的2006年EBITDA乘数来估计市场信息部门2006年的EBITDA。

分析得到公司的价值范围为31.50亿～36.00亿欧元，大概为2006年EBITDA的9～10倍。

在这些分析基础上，根据现金交易出售美国和欧洲的商业信息部门获得的税后现金以及媒体指数及信息部门和市场信息部门的公开市场价格，瑞士信贷公司计算得出公司的累计价值约为78.44亿～87.41亿欧元。接着，瑞士信贷公司在经过一些必要调整后计算出每股价值范围，这些调整包括减去价值约13.02亿欧元的净负债、优先股和其他负债（剔除NetRatings公司的年底现金）、实现成本节约的其他税后成本和完成交易的成本费用（如前面所描述），并在VNU公司的要求下，加入VNU公司持有的NetRatings公司61%股权的市场价值2.26亿欧元，以及VNU持有的其他少数股权和合资业务的账面价值1.7亿欧元（排除NetRatings公司）。

最终各部分加总起来分析得出VNU公司每股权益价值的范围为25.90～29.35欧元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 15 章

税收问题

根据交易采用的融资方式不同，一些兼并、收购和重组交易可以不用缴纳税收。一些公司在市场上为自己确立准确的价格时，会把这些税收收益看做资产来对待。因此，无论是出于交易动机还是出于公司估价的需要，税收问题都非常重要。并购交易产生的税收收益一部分来自税收协同效应，在参与并购的公司没有充分使用自己享有的税盾的情况下，会产生税收的协同效应。如果合并的一方尚有未全部使用的税盾，那么就可以抵消一部分收入。并购交易中盈利较多的一方使用另一方尚未冲销的净运营损失也能获得一些税收收益。但是，税收改革限制了公司通过并购转移净运营损失的能力。

并购交易中的税收收益还会有其他的来源，当可折旧资产的市场价值高于它们在目标公司账簿上的价值时，就会产生税收收益。收购方能够根据购买价格增加资产的账面价值，从而减少纳税数额。

本章将讨论通过并购实现一些税收收益的各种机制，同时回顾那些把税收收益看做并购和杠杆收购的重要动机的学术研究，以及考察并购中可以使用的各种会计处理方法。这些避税方法受到税收法规的管制，影响着税收问题在整个并购估价过程中的重要性。我们可以看到税收法规的各种改革正在不断降低税收问题在并购中的重要性，但是税收问题仍然是交易完成前买卖双方需要仔细考虑的重要问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务会计

2001年之前，针对并购的会计处理有两种可供选择的方法：权益结合法（pooling method）和购买法（purchase method）。这两种方法的主要区别在于：合并后的公司资产负债表上应该如何列示被收购公司资产的价值，以及如何在合并后的收入中提取折旧费用和其他费用。经过多番讨论之后，会计职业界取消了权益结合法。现在，所有并购都必须采用购买法进行处理。取消权益结合法后，美国与大多数工业国家的会计标准达成了一致。

购买法

购买法采用公平的市场价值来记录并购交易。公平的市场价值被定义为收购中支付的价格总额，包括收购的相关成本，比如法律和会计费用、经纪人佣金等。如果收购交易采用股票支付完成，那么收购价格就要根据股票的公平市场价值确定。

收购中发生的成本总额按照资产在收购时的公平市场价值分摊到各项资产上。无法分摊到特定资产上的多余部分算作商誉（goodwill）。

商誉要在不超过40年的期限内摊销，从合并后的净利润中扣除。如果收购是在1993年8月10日之后发生的，那么商誉的摊销可以在收购后15年内享受税前扣除的待遇。

使用购买法，收购方公司从收购之日起才有权获得被收购方公司的收入。被收购方公司以前的留存收益不允许带入合并后的实体。

会计方法对股票价格的影响

尽管购买法允许创造出可以在税前扣除的费用，但是这种方法本身并不产生任何价值。会计方法本身并不能产生协同效应或者产生其他能够影响合并后公司现金流的收益。因此，如果证券市场对于会计方法是有效的，那么这些纸面上的变化是不会影响证券价格的。杭格、曼德尔克和卡普兰（Hong, Mandelker and Kaplan）研究发现，股票价格不受收购采用的会计方法的影响。①

---

① H. Hong, G. Mandelker, and R. S. Kaplan, "Pooling vs. Purchase: The Effects of Accounting for Mergers on Stock Prices," *Accounting Review*, 53, January 1978, 31-47.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应税交易与免税交易

一项兼并或者收购可以是要纳税的交易，也可以是免税的交易。从买卖双方的角度来看，交易是否可以免税会影响交易的价值。免税的交易被称作免税重组。“免税”这个用词略有不妥，因为税收并没有取消，只是递延到将来某项应税交易发生的时候缴纳。

免税重组

免税重组有若干种不同的形式，下面逐一讨论。

A 型重组

一项交易如果想成为免税重组，那么就必须根据某些方式进行构造。[①] 其中一种方式是 A 型重组，相对于本节接下来要讨论的其他方式而言，A 型重组是一种更加灵活的免税重组。与 B 型重组形成对比，A 型重组允许收购方使用多种支付手段，包括享有投票权的股票、不享有投票权的股票、普通股、优先股或者其他证券。A 型重组还允许收购方在总的对价中使用大量现金，因为法律没有规定可以使用的最高现金数额。但是在收购公司的时候，对价中至少要有 50%是采用股票支付。此外，在 A 型重组中，收购方公司可以选择不要购买目标公司的全部资产。比如交易可以通过允许目标公司在交易之外单独出售一部分资产来构造。

如果出价方在对价支付中，至少有 50%采用股票支付，剩余部分采用现金、负债或者非权益证券等其他方式支付，那么在这种情况下，这项交易需要缴纳一部分税收。对于用非权益证券交换的股份，必须缴纳资本利得税，而对于用股票交换的股份，资本利得税可以递延。可以转化成出价公司权益证券的配股权证（right）和认股权证（warrant）通常都被归类为需要纳税的支付方式。[②]

A 型重组必须满足利益要求的连续性。也就是说，被收购公司的股东必须收到收购方公司足够多的股票，从而在收购方公司享有持续的财务利益。[③]

---

① For a good description of the tax-free reorganizations, see George Rodoff, “Tax Consequences to Shareholders in an Acquisitive Reorganization,” in Steven James Lee and Robert Douglas Coleman, eds., *Handbook of Mergers, Acquisitions and Buyouts* (Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1981), pp. 359 - 379.

② Cathy M. Niden, “Acquisition Premia: Further Evidence on the Effects of Payment Method and Acquisition Method,” paper presented at the American Economics Association annual meeting, December 1989.

③ Joseph Morris, *Mergers and Acquisitions: Business Strategies for Accountants* (New York: John Wiley & Sons, 1995), pp. 254 - 255.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

B 型重组

B 型并购或者说 B 型重组要求收购方主要使用自己持有的享有投票权的普通股来购买目标公司的普通股。在总的对价支付中，现金部分不能高于 20%，目标公司至少 80%的股票必须用收购方享有投票权的普通股购买。在这种类型的交易中，虽然 100%的购买更加普遍，但是收购方必须至少购买目标公司 80%的股份。目标公司股东一般无权选择接受现金支付而不接受股票支付，否则使用的股票支付就可能小于 80%。如果目标公司的股东享有这种选择权，那么即使是 80%以上的股票支付，这项交易也不能被认为是 B 型重组。

目标公司的股份被购买以后，就成为收购方的一家子公司。从税收监管的角度来看，A 型重组和 B 型重组不过是原来的公司以重组后的形式继续存续，由于这些交易并不是真实的买卖，因此可以不用纳税。

交易双方还可以进行渐进式 B 型重组（creeping type B reorganization），即在一段时间内分几次购买公司的股票。但是，这种类型的交易要想成为 B 型重组，那么其购买股票的行为必须是整个收购目标公司计划的一部分。收购计划必须在 12 个月以内实施。在渐进式 B 型重组中，股票是唯一的支付手段。收购方在以前曾经用现金购买目标公司的股份也是被允许的，只要这些购买行为不是当前收购计划中的一部分。

C 型重组

在 C 型重组中，收购方公司必须购买以公平市场价值计算的目标公司资产的 80%。只有在使用收购方享有投票权的股票购买了目标公司至少 80%的资产（以公平市场价值计算）以后，才可以使用现金作为支付手段。交易的结果通常会促使目标公司进行清算。

C 型重组的一个好处是收购方公司不需要获得本公司股东的同意就可以进行资产购买。当然目标公司的股东必须同意这种控制权交易。

D 型重组

D 型重组有两种方式，一种方式用于收购（acquisitions），另一种方式用于重组（restructuring）。当 D 型重组用于收购时，收购方以本公司享有投票权的股票兑换目标公司 80%的股份，收购方公司股东于是成为目标公司的控股股东。

不同的 D 型重组可以用于分立（spinoffs）、股本分散（splitups）以及股份置换（splitoffs）中。我们在第 10 章中讨论过，分立可以形成一家或几家公司，其中新公司的股票按预先设定的比例分配给原公司股东。在股份置换中，原公司的一部分从母公司中脱离出来，原公司股东可以用他们的股票兑换新公司的股票。在股本分散中，原公司不再继续生存，原来的业务中衍生出一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家或几家新公司。

D 型重组要想获得免税的好处，必须满足一些额外的要求。比如，股份分配不能出于避免纳税的目的；分立之前，母公司和被分立的实体都必须有至少 5 年的经营历史。

以股换股交易的税收影响

目标公司股东在收到收购方公司的股票同时交换出自己的普通股时，并不需要立即就收到的股票纳税，只有在股票最终被卖出时，才需要纳税。由于货币具有时间价值，这种税收支付的延迟显然具有一定的价值。如果交易中包含现金，并且代表着股票出售的收益，那么现金部分必须纳税。

股票的应税购买

要注意，除股票以外的其他对价支付方式，比如用现金或者债务类证券进行支付，都会使目标公司股东承担纳税义务。对于股票支付来说，只有在出售股票获得收益的时候才需要缴纳税收。如果股票出售造成了损失，那么就不需要缴纳税收。

资产的应税购买

当收购方公司使用股票以外的支付方式购买目标公司的资产时，也会产生纳税义务。通过比较资产的购买价格和调整后的资产基准价值，就可以计算出潜在的纳税义务。

全部应税交易与部分应税交易

如果对价的支付方式中既有股票又有现金，那么这项交易属于部分应税交易。股票支付部分可以不用纳税，但是现金支付部分需要纳税。因此，根据股票与现金的相对比例可以决定应税交易的百分比。

税务损失预提

与现在相比，税务损失（tax loss）或者税收抵免额度（tax credit）的转移在早些年，比如 20 世纪 80 年代早期，是推动并购交易的重要因素。事实上，公司曾经一度宣传可以获得这种税收好处，从而推动出售交易的发生。但是，税法进行了改革，以阻止这种由税收原因推动的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目标公司的税务损失可以冲抵收购方公司一定数量的未来收入。用税务损失冲抵未来收入的最长年限为15年，或者直至税务损失完全用尽。1981年以前，最长的冲销年限为5年，并且只有前3年的税务损失可以用来冲抵未来收入。

税务损失预提（tax loss carryforwards）可以在两个方面激励并购交易的发生。一方面，目标公司的税务损失对盈利的公司来讲是有价值的，盈利的公司可以用目标公司的税务损失来冲抵自己预计赚得的利润；另一方面，公司可以利用由于亏损而获得的税务损失来购买其他盈利的公司。虽然税收方面的好处是决定并购是否会发生的重要因素，但绝不是唯一的激励因素。并购交易不会只因为税收方面的原因而发生。并购的目的必须是使收购方公司的利润最大化。

收购方公司也不能无限制地利用从收购中获得的税务损失预提。主要的限制因素有：收购方公司必须继续经营目标公司在收购前发生亏损的业务，还必须放弃任何由于"亏损公司"资产税基的改变而带来的税收节约，否则，这种税收节约就需要纳税。[①] 表15—1给出了一个税务损失预提的例子。

表15—1　　税务损失预提举例

没有发生并购情况下的税收与收入状况（千美元）		
	第1年	第2年
应税收入	500 000	500 000
应纳税款（40%）	200 000	200 000
税后收入	300 000	300 000
发生并购情况下的税收与收入状况（千美元）		
	第1年	第2年
税务损失预提前的收入	500 000	500 000
税务损失预提	500 000	100 000
应税收入	0	400 000
应纳税款（40%）	0	160 000
税后收入	500 000	340 000

如表15—1所示，收购方公司预计今后两年每年收入为5亿美元（表中美元金额的单位是千美元），这家公司收购了一家拥有6亿美元税务损失的公司。收购完成后，收购方可以利用这些税务损失完全冲抵第1年的预计收入。此外，还剩下1亿美元可以用来冲抵第2年的一部分收入。税务损失的价值可以

① Mark J. Warshawsky, "Determinants of Corporate Merger Activity: A Review of the Literature," Staff Study No. 152, Board of Governors of the Federal Reserve System, April 1987, p. 5.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过比较第 1 年的税后收入看出，发生并购的情况下税后收入为 5 亿美元，没有发生并购的情况下税后收入为 3 亿美元。此外，第 2 年的税后收入在发生并购后要高出 4 000 万美元。把这个收入贴现就可以得到这笔金额的现值。在确定目标公司的购买价格时可以把税务损失的价值运用于估值过程。

2006 年阿尔卡特公司和朗讯技术公司的合并就是一个关于收购方通过合并一家经营亏损的目标公司获得收益的案例。在 2000 年互联网泡沫破灭的时候，朗讯公司累积了几十亿美元的亏损；2003 年公司开始扭亏为盈，但是以前净营运亏损带来的税收抵免额度还没有用完。这些税收抵免额度的金额估计高达 35 亿美元。[①] 这些税收抵免额度可以被合并后的公司在未来很多年内冲抵在美国赚得的利润。这意味着合并后的公司可以拥有大量的合并后利润而不需要缴纳美国税收。阿尔卡特公司自己也有一些净营运亏损额度，与大部分业务在美国开展的朗讯公司合并后，阿尔卡特可以更好地利用自己的税收抵免额度。

有关税务损失预提的研究

许多研究都力图估计税务损失预提的现值。这些税收好处可能会小于它们的“面值”（face value），不仅仅是因为货币具有时间价值，还因为它们很可能在没有被完全利用之前就已经到期了。奥尔巴克和波特巴（Auerbach and Poterba）以及阿特休勒和奥尔巴克（Altshuler and Auerbach）对税务损失的价值进行了估计。[②] 研究表明，延后和到期这两个抵消因素可以使税务收益降低到只有面值的一半。

收购方对于目标公司税务收益的处理

在免税收购的情况下，目标公司可以通过净营运亏损预提和未利用的投资与外国税收抵免额度来获得税务收益。在应税收购的情况下，收购方可以通过提高资产的税基，从折旧费用中获得税务收益。不过，收购方公司或者目标公司可能会受到折旧费用再征税（depreciation recapture tax）的影响，这项税收反映了已售出资产的累积折旧情况。影响程度取决于收购方和目标公司的谈判。表 15—2 根据收购的纳税状况对这些影响进行了汇总。

---

① Jesse Drucker and Sara Silver, “Alcatel Stands to Reap Tax Benefit on Merger,” *Wall Street Journal*, April 26, 2006, C3.

② Alan Auerbach and James Poterba, “Tax Loss Carry Forwards and Corporate Tax Incentives,” in Martin Feldstein, ed., *The Effect of Taxation on Capital Accumulation* (Chicago: University of Chicago Press, 1987); Roseanne Altshuler and Alan Auerbach, “The Importance of Tax Law Asymmetries: An Economic Analysis,” National Bureau of Economic Research Working Paper No. 2279, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15—2　收购方对目标公司税务贡献的处理，根据收购的纳税状况划分

目标公司的税务贡献	收购交易的纳税状况	
	免税	纳税
收购后资产的税基	税基原封不动地转移到收购方公司［Secs. 358 和 362（b）］	税基根据收购方的成本重新估价（提高）［Sec. 1012］
折旧费用再征税	累积加速折旧超过累积直线折旧的部分递延到以后某项应税交易发生时［Secs. 354 和 361］	累积加速折旧超过累积直线折旧的部分按照普通的所得税率纳税，税款由目标公司支付［Secs. 1245 和 1250］
净营运亏损预提	预提转移到收购方公司［Sec. 381］。［Secs. 368（a）(1)］，382 和 269］*	收购后预提不复存在，不能转移到收购方
未利用的投资与外国税收抵免额度	抵免额度转移到收购方［Sec. 381］，受到一些约束条件的限制［Secs. 368（a）（1），382 和 269］*	收购后抵免额度不复存在，不能转移到收购方

* 条款 381 不适用于免税收购形式中的 B 型重组。

说明：这些是在《1986 年税收改革法案》（Tax Reform Act of 1986）颁布以前实施的税收条款，《国内税收法典》（Internal Revenue Code）的相关章节在括号中给出。

资料来源：Carla Hayn, "Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 23, 1989。

资产税基的提高

当目标公司出于税收目的用资产的重置价值或者市场价值来取代账面价值时，收购中就可以产生税务收益。如果这些资产被另外一家公司拥有，并且在税务上价值更高，那么收购后就可以提高这些资产的税基；从而获得更多折旧费用在税前扣除的好处。收购方的税基是资产的购买价格或者成本。收购方可以使用更高的税基来使收入免于纳税。

《1986 年税收改革法案》减少了一些税务收益。现在，资产出售中的卖方需要承担更多的纳税义务，这大大降低了出售方参与交易的热情。此外，研究试图找到在《1986 年税收改革法案》颁布以前，资产税基的提高（asset basis step-up）作为并购激励因素的证据，但是并没有发现资产税基提高是一个重要的激励因素。①

① Alan J. Auerbach and David Reishus, "The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions," in Alan J. Auerbach, ed., *Mergers and Acquisitions* (Chicago: National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 1988), pp. 69 - 88.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税收法规的改变

综合效用原则

在被《1986年税收改革法案》废除以前，综合效用原则（general utilities doctrine）允许在公司"解散"（disincorporating）或者公司清算中获得税收优惠。① 根据这个原则，公司资产的出售和对股东的清算分配都是可以免征资本利得税的。比如，当一家公司被另一家公司收购后，就会发生向股东的分配。收购方可以出售被收购公司的资产，并将出售所得分配给股东，公司不用缴纳资本利得税。这种免税的清算分配也可以在没有收购的情况下发生，比如公司决定出售一部分资产，并将出售所得分配给股东。

资产的出售通常以建立单独子公司的方式来进行。公司被收购后，它的资产会被分配到一家或几家子公司中，这些子公司拥有收购方不打算继续保留的资产。②这些资产被转入母公司或是单独的子公司中，然后可以把那些吸纳了收购方不想要的资产的子公司出售，而不用承担大量的纳税义务。综合效用原则被取消后，收购产生的收益或者损失都必须归属于收购方。《1986年税收改革法案》通过后，这种避税的机会减少了。1987年和1988年的税法进一步减少了这种避税机会。

莫里斯信托的取消

莫里斯信托（Morris Trust）这个称谓起源于1966年的一个税务法庭判决（Commissioner v. Morris Trust）。这个判决规定公司分立的一些衍生形式也可以免税。根据莫里斯信托的判例原则，公司可以将自己不想保留的业务分立出去，然后将分立出去的业务通过免税的股票交易并入收购方的业务，最后的结果是卖方公司股东既拥有本公司的股票，又拥有收购方公司的股票。许多公司创造性地运用这种方法，它们通过子公司筹集资金，然后把它分立出去，最后将它出售，出售的条件是买方同意偿还贷款。这样，母公司就保留了大量的通过贷款获得的现金。税收法案在1977年进行了修正，规定预先计划的分立及其后的交易不再享有免税待遇，但如果交易不是预先计划好的，那么仍然可以享受免税待遇。

房地产投资信托

房地产投资信托（real estate investment trusts，REITs）属于公开交易的

---

① *General Utilities v. Helvering*，296 U.S. 200（1935）.

② George B. Pompan，"Federal Income Tax Considerations，" in *Mergers and Acquisitions：Back-to-Basics Techniques for the 90s*，2nd ed.（New York：John Wiley & Sons，1994），pp. 198－202.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被动型投资工具，缴纳的联邦税很少甚至不用缴纳。20 世纪 90 年代中期，房地产市场的复苏使得房地产投资信托普及开来。房地产投资信托由两种实体组成：经营房地产资产的管理公司以及一项投资工具。尽管这两种实体被假定是互相独立的，但是它们的股份相互配对，组合在一起交易。典型的房地产投资信托会购买房地产，然后将其出租给一家管理公司。管理公司把从房地产中获得的现金流支付给投资工具，这些现金流是可以免税的。房地产投资信托必须将 95%以上的收益分配给股东，股东就收到的资金缴纳个人所得税。这种投资工具通常包括一些诸如旅馆和大型购物中心等的房地产资产。通过把这些资产组合在房地产投资信托的旗下，房地产投资组合既可以获得税务收益又可以获得较强的流动性。喜达屋酒店及度假村国际集团就是这种著名的房地产投资信托。关于是否应该降低房地产投资信托享受的税收收益存在许多争论，不过，这些争论并没有导致与房地产投资信托相关的税法修正。

由于房地产投资信托需要将 95%以上的收益分配给股东，因此，对于那些有着良好成长前景的公司而言，房地产投资信托并不是一个很好的选择。市场证实了这一点，1998 年 4 月，美国最大的商业性监狱管理公司——美国感化公司（Corrections Corporation of America）宣布合并成立 CCA 监狱房地产信托，存续的实体就是一个房地产投资信托。在决定公布的当天，双方公司的股价均有下降。美国感化公司的股东对公司的成长更感兴趣，他们认为，合并成立一个房地产投资信托会限制公司未来的发展。

税收在并购决策中的作用

奥尔巴克和雷萨（Auerbach and Reishus）对 1968—1983 年间 318 起并购交易进行了考察。这些并购交易中大约有 2/3 发生在制造业中，收购方的规模平均是被收购方规模的 10 倍。他们发现，这些样本中的绝大部分公司由于受到各种约束而不能充分利用税务收益。但是，许多公司在并购后实现了税务收益，平均收益约为收购方公司市场价值的 10.5%。[①]

斯科尔斯和沃尔夫森（Scholes and Wolfson）研究了不同时期并购交易发生的数量，包括 1981 年以前、1981—1986 年期间以及 1986 年以后。[②] 1981 年的税收法案为并购和其他形式的重组提供了各种税收激励。其中的一些激励措施在 1986 年税法改革中被废除了。斯科尔斯和沃尔夫森把并购活动的活跃在一定程度上归因于 1981 年税法中的税收激励因素，这些激励因素在 1986 年的税收法案

① Alan J. Auerbach and David Reishus, "Taxes and the Merger Decision," in John C. Coffee Jr., Louis Lowenstein, and Susan Rose Ackerman, eds., *Knights, Raiders and Targets* (New York: Oxford University Press, 1988), pp. 300 - 313.

② Myron Scholes and Mark A. Wolfson, *Taxes and Business Strategy* (Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1992).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中被废除了。

海恩对 1970—1985 年间 640 起成功的收购交易进行了研究。[①] 在她的样本中，有 54%的交易需要纳税，18%的交易需要缴纳一部分税收，28%的交易可以免税。样本中股权收购交易有 279 起，大部分（64%）需要缴纳税收。但是，兼并的纳税状况不同。在她的样本中，兼并交易有 361 起，其中 39%免税，46%需要纳税，其余部分需要缴纳一部分税收。

海恩研究了交易的税收特征对目标公司和收购公司双方超常收益的影响。首先，她注意到，享受免税待遇是一些交易发生的前提条件。不能获得免税待遇的目标公司可能不愿意继续进行交易，而是去寻找其他能够组织免税交易的投标人。特别地，她发现“来自净营运亏损预提和未利用税收抵免额度的潜在税务收益能够对免税收购中的公司公告期收益产生积极的影响，资本利得和被收购资产税基的提高会对应税收购中的公司收益产生影响。”[②]

提高财务杠杆的影响

债务的利息是一项可以在税前扣除的费用，而权益获得的股利不能在税前扣除。因此，债务享有的税收优惠会激励公司在并购交易中更多地使用债务而不是权益作为支付方式。

有关财务杠杆的争论指出，收购方公司的债务权益比率通常是次优的，在它们的资本结构中并没有足够充分地使用债务。争论指出，并购交易能够促使公司更多地利用债务。对于这种假设的一个非常简单的测试是比较各种并购交易发生前后公司的债务权益比率。之所以说这个测试过于简单，是因为收购方会留存收购前一年或者前几年的收益，为收购做准备。收购完成后，收购融资可能来源于内部资金和外部负债，公司的债务权益比率会出现明显提高。随着公司逐渐向长期的最优债务权益比率靠拢，这个比率会慢慢下降。

利息支付可以在税前扣除，这并不是激励并购的因素，而是激励潜在收购方增加借款、改变资本结构的因素。相对于收购中其他成本昂贵的方法来说，发行公司债券或者直接贷款是成本更低、效率更高的改变资本结构的方法。

奥尔巴克和雷萨发现，与大家公认的相反，和那些不经常进行并购的公司相比，经常进行并购的公司并没有更多的借款。[③] 他们还发现，在所调查的样本中，并购交易完成后公司的长期债务权益比率仅由 25.4%上升至 26.7%。在这段时期内，整个经济中公司的债务权益比率都有所上升。奥尔巴克和雷萨的研究结果和我们看到的 21 世纪的很多私人权益交易不同。许多私人权益

---

① Carla Hayn, “Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions,” *Journal of Financial Economics* 23, 1989, 121－153.

② Ibid., p. 148.

③ Ibid., p. 80.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司收购拥有富余借债能力的目标公司，并对其进行杠杆化资本重组。在这些交易中，私人权益公司通过退市交易收购目标公司，增加目标公司的负债，并把一部分或者所有的借款所得作为股利发放。这样，被收购的公司在资本结构中增加了负债，能够为公司带来税务收益，但代价是公司面临的风险更高了。在下文讨论卡普兰关于税收对管理层收购影响的研究中，我们可以看到相似的情形。

税收在管理层收购中的价值

税收在管理层收购中发挥的作用与它在并购中发挥的作用存在很大区别。卡普兰衡量了 1980—1986 年间 76 起管理层收购交易中税务收益的价值。[①] 在这些管理层收购的样本中，平均溢价比收购声明初次宣布前 2 个月的市价高出 42.3%。债务与总资本比率的中值从收购前的 18.8%上升到收购后的 87.8%。卡普兰发现，税前扣除的利息和折旧费用的增加产生的价值为支付给收购前股东溢价的 21.0%～142.6%。对收购带来的税前扣除总额和支付给收购前股东的溢价进行回归分析，发现税前扣除总额是一项重要的决定因素。t 统计量为 5.9，说明税前扣除总额是一个显著性水平很高的解释变量。卡普兰的回归结果列示如下：

收购溢价 ＝ f（税前扣除总额） (15.1)

$$MAP = -0.13 + 0.76 \times \text{税前扣除总额}$$
$$(1.5)\quad(5.9)$$

其中，

MAP＝ 经市场因素调整后的溢价（t 统计量列示于括号内）

$R^2 = 0.31$

$N = 75$（观测数量）

杠杆收购与税收收入

针对杠杆收购的批评观点认为，这类交易中债务融资的税前扣除特征会使美国财政部蒙受税收收入的损失。这些批评家断言，实际上是国家的纳税人在承担杠杆收购的一部分财务成本。但是詹森、卡普兰和斯蒂格林（Jensen，Kaplan and Stiglin）认为杠杆收购能够使国家的税收收入增加。他们列举了一些原因，比如杠杆收购后公司的效率有所提高，能够增加应税收入；股

① Steven Kaplan, "Management Buyouts: Evidence on Taxes as Source of Value," *Journal of Finance* 44 (3), July 1989, 611-632.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东需要缴纳资本利得税；利息收入需要纳税；杠杆收购后，为偿还负债出售的资产需要缴纳资本利得税。詹森和他的合作者试图衡量这些因素在一个典型的杠杆收购中的作用。

对于一个典型的5亿美元的杠杆收购，詹森及其助手估计，增加的税收收入为2.269亿美元，而引起的税收收入减少为1.169亿美元，也就是说，税收收入净增加了1.1亿美元。斯科尔斯和沃尔夫森对詹森及其合作者采用的一些假设提出了质疑。[①] 比如，他们关注杠杆收购能够增加公司价值和股票价值的假设。他们承认这种价值增加不管怎样总会实现一部分。他们还指出，公司在杠杆收购前获得的一些资本利得会转化为股东的资本利得，因为这些股东在即使不发生杠杆收购的情况下，也可能会出售手中的股份。这些批评和其他人的观点可能会改变詹森的研究结论。但是，斯科尔斯和沃尔夫森还没有用他们提出的理由完全推翻詹森和他的合作者提出的税收收入增加的结论。他们只是认为，结论会有一些不同，杠杆收购带来的税收收入增加可能要更低一些。到目前为止，这仍然是一个具有争议的、尚没有结论的话题。

其他税收问题

税收与金色降落伞

国内税收法典规定对超额的降落伞支付征收20%的税收，并且不允许这部分超额支付在税前扣除。这种薪酬的超额部分指的是管理层收到的超过5年基期薪酬的部分。不过，这个规定也有例外情况，比如，如果管理层有特殊的业绩表现，那么这些支付可以认为是合理的。

税收与解约费

由最终胜出的投标方支付的解约费（termination fees）可以在税前扣除，比如2000年辉瑞制药公司在成功竞得华纳—兰伯特公司后支付给美国家用产品公司（现在是惠氏公司）的18亿美元就是一笔解约费。这项政策产生于联邦法庭在1994年作出的一个判决，在那个案例中，支付给竞标失败的白衣骑士的费用可以在税前扣除，前提是这笔支付与最后完成交易相互独立。[②] 如果只能和一家公司完成最后交易，那么可以认为交易是排他的，在这种情况下，当购买方投标胜过另一家已经和目标公司签署解约费协议的公司时，就需要

---

① Steven Kaplan, "Management Buyouts: Evidence on Taxes as Source of Value," *Journal of Finance* 44 (3), July 1989, 611 - 632.

② *United States v. Federated Department Stores* 171 Bankr (603 S. D. Ohio 1994).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付解约费用。[1]

税收与绿票讹诈

我们在第5章中提到，接受绿票讹诈付款会受到罚款处理。国内税收法典规定对这部分收入征收50%的税收。

小　结

本章讨论了税收在并购交易中发挥的各种作用。我们可以看到，税收对交易的影响主要与采用的会计方法有关，而后者又受到税收法规的监管。税法的改动，比如1986年发生的税法改革，减少了仅以实现税务收益为目的的公司兼并和收购。

在美国采用购买法对收购进行会计处理，这与其他很多国家采用的方法一致。根据这种方法，收购成本按照公平的市场价值分摊到收购来的各种资产上，任何无法分配到特定资产上的超额成本算作商誉。

显然，由于税收因素在评估目标公司价值和评估收购成本时起着重要的作用，因此在进行各种兼并、收购或者杠杆收购时都必须加以仔细考虑。一些潜在的卖方只有在自己能够获得想要的税务收益的情况下才会同意出售。最近的研究表明，在免税收购中，从净营运亏损预提和富余的税收抵免额度中获得税务收益对公司收益有着积极的影响。这些研究还表明，在应税收购中，资本利得和资产税基的提高也会影响公司的收益。

有证据表明税收因素在杠杆收购中起着非常重要的作用。但是，读者应该谨慎地看待这些研究结果。税收能够决定收益并不意味着它因此成为交易的首要原因，研究结果表明，税收因素只是影响收益的若干个因素之一。但是可以合理推断，税收因素在兼并和收购决策中起着仅次于首要因素的非常重要的作用。

---

① Robert Willens, "Guidant Eyes Tax Cut for Breakup Fee," *Daily Deal*, March 9, 2006, p. 5.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

词汇表

Abnormal return 超常收益 在事件研究中，这部分收益不能通过市场等因素确定。

Absolute priority rule 绝对优先规则 在公司清算中，各利益方获得索取权的等级排序。

Acquisition 收购 购买整个公司或者购买足够多的权益资本以达到控制公司的目的。

Agency problem 代理问题 . 公司所有者（股东）和他们的代理人（管理层）之间存在的利益冲突。

Alphabet stock 字母股票 参见追踪股票（tracking stock）。

Antigreenmail amendment 反绿票讹诈修正案 一种公司章程的修正案，禁止在未获得非参加股东的同意之前从外部股东那里溢价购买目标公司的股份。

Antitakeover amendment 反收购接管修正案 一种公司章程的修正案，目的在于使不受公司欢迎的收购者接管企业更加困难或者更加昂贵。

Any-or-all tender offer 不定量股份收购 针对目标公司进行的具体股份收购数额不确定的收购要约。

Appraisal rights 估价权 股东对所拥有的股票进行独立评估以确定恰当价值的权利。股东可以通过法律诉讼要求获得这样的权利。

Back-end rights plan 后端权利计划 一种毒丸式的反接管防御措施，向目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标公司股东发行一种可执行的权利，如果恶意收购者购买目标公司的股份超过一定限额，股东（不包括收购方）可以将每股股份连同附带的权利转换成一定数量的现金或者与目标公司设定的价格等值的证券。通过这种方式，目标公司董事会能有效地设定公司股票的最低价格。

Bear hug 熊式拥抱 直接向目标公司董事会出价。并威胁随后将进行股权收购，以此向目标公司施加压力。

Beta 贝塔 从资本资产定价模型中得出的风险度量，可以对证券的系统风险进行量化。

Bidder 投标者，出价人 进行收购的公司。

Blended price 综合价格 在二级要约收购中设定的加权平均价格。

Board out clause 董事会灵活条款 一项反收购接管条款，可以让董事会确定什么时候可以执行绝对多数条款。

Business judgment rule 商业判断原则 除非能够明确地否定，否则就假定董事会依据股东最佳利益的原则行动。如果能够确定董事会的行动没有从股东的最佳利益出发，那么董事会就违背了对股东的信托责任。

Bustup fees 损失费 目标公司决定取消交易而支付给收购者的费用。

Bustup takeover 有损收购 在收购后出售目标公司一部分或者全部资产的一种接管方式。这种做法有时是为了清偿杠杆收购融资的债务。

Capital asset pricing model 资本资产定价模型 一种计算证券收益率的金融模型，该收益率是无风险利率和由证券贝塔值决定的市场溢价的函数。

Capital budgeting 资本预算 在项目存续期内对项目收入和支出进行评估的项目分析方法。

Cash flow LBO 现金流杠杆收购 一种杠杆收购的方式，为收购进行的债务融资更多依赖于预期的未来现金流而不是目标公司的抵押资产。

Casual pass 非正式传递 出价人向目标公司管理层提出的表示收购兴趣的非正式建议。

Celler-Kefauver Act 塞勒-基福弗法 1950 年对克莱顿法的修正版本，修改了克莱顿法的第 7 部分，当收购交易具有反竞争的后果时，判定收购公司资产（包括股票）的行为违背了反托拉斯的原则。这一修正案还认定“反竞争性的”垂直收购和混合收购违背反托拉斯原则。

Chapter 7 第 7 章 破产法中有关公司清算的部分。

Chapter 11 第 11 章 破产法中有关破产公司重组的部分。

Chinese wall 长城 在投资银行等金融机构中分离投资银行业务、套利活动和证券交易活动的虚拟屏障。

Classified board 分级董事会 也称轮换董事会（staggered board）。这是一种反收购策略，将公司董事会分成不同的级别，使不同级别的董事具有不同的投票权，从而使获取投票权的收购活动更加困难。

Clayton Act 克莱顿法 在 1914 年通过的联邦反托拉斯法。其中的第 7 部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分与兼并和收购问题最为相关，当并购活动会弱化竞争程度时，该法案禁止这种收购公司资产或者股票的活动。

Coercive tender offer 强制性股权收购 对目标公司股东施加压力以尽早实现股权收购。收购者可以通过承诺较早抛售股份的股东能够获得优先补偿权来施加这种压力。但是证券法的修改限制了这种收购方法的有效性。

Coinsurance effect 共同保险效应 当要合并的两家公司的现金流不完全相关时，合并后公司的现金流波动幅度会变小。

Collar agreement 项圈协议 在以股换股的交易中，双方协商确定的互换股份数额，以减少交易完成前股价波动可能给双方带来的损失。

Concentration ratios 集中度比率 计算某行业中一部分公司的收入（通常是行业排名的前 4 家或者前 8 家公司）占行业总收入的百分比。

Conglomerate 混合并购 彼此业务不相关的公司间的合并。

Cramdown 债权人一票同意制 在这种情况下，即使一部分债权人不赞同，一项重组计划也可以被通过，债权人一票同意制只需要至少一类债权人的同意就可以施行。

Cumulative abnormal return 累计超常收益 在事件研究中，一定时期每日超常收益的总和。

Cumulative voting rights 累计投票权 股东有权将他们的股票集中起来选举一个或多个董事，而不需要把股票分散于所有董事。

Dead hand provisions 永久性条款 一种反收购策略，在收购开始前赋予目标公司董事赎回毒丸的权力。

Debtor in possession 持有债务人 在第 11 章破产程序中用来描述破产公司的一个术语。

Deconglomerization 集团分解 通过各种业务出售活动来消除混合并购的效应。

Dissident 反对者 一个股东或者一部分股东反对当前的管理层，并试图使用代理流程来获取公司的控制权，或者促使公司采取某些行动，比如发放一定数量的股利。反对者通常会在董事会中安插自己的代理人。

Diversification 分散化 在兼并和收购领域中，这个术语指购买与公司当前业务不相关的公司或者资产。

Divestiture 剥离 出售公司某个部分，比如一个部门的行为。

Dual classification 双重分类 将普通股分为两类，目的是为了让投票权更加集中在管理层的手中。

Economies of scale 规模经济 由于产出增加，固定成本可以分摊到更高的产出水平上，从而使公司平均成本降低的过程。

Economies of scope 范围经济 公司使用一系列投入提供范围更加广泛的产品或者服务的能力。

Employee stock ownership plan (ESOP) 员工持股计划 一种养老金计划，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该计划中的资产是本公司的股票。

Equity carve-out 股权出售 母公司的某个部门或者某个部分发行股票，随后成立一家独立的公司的过程。

ESOP 参见员工持股计划（employee stock ownership plan）。

Exclusivity period 排他期 在第 11 章破产申报后的最初一段时间内，只有债务人可以提出重组计划。这段期限最初是 120 天，但通常能够延期。

Fair price provision 公平价格规定 一项反收购的公司章程修改案。要求对目标公司的股份支付不低于某个最低数额的价格。这项规定增加了收购者的成本，使一些强制性的措施，比如两级股权收购降低效果。

Fallen angel 堕落天使 初始发行的时候信用评级在可投资级别之上，随后信用评级跌落至可投资级别以下，进入 BB 级甚至更低级别的垃圾债券行列的债券。

Flip-in poison pill plan 弹入毒丸计划 股东有权以大幅度的折扣价格，通常是 50%，购买目标公司的股票。

Flip-over poison pill plan 弹出毒丸计划 这是最经常使用的一种毒丸反收购防御策略，股东有权以大幅度的折扣，通常是 50%，购买出价公司的股票。

Free cash flow hypothesis 自由现金流假设 该理论由迈克尔·詹森（Michael Jensen）提出，认为收购人为杠杆收购筹借的债务会吸收自由现金流，有助于消除管理层和股东之间的代理问题。该理论认为在高额债务负担下，管理层会根据经营需要来安排现金流而并不一定根据股东利益来安排现金流。

Front end-loaded tender offers 前端优先股权收购 第一批抛售股权的股东会比第二批股东获得更加优惠的补偿。这种收购计划是一种强硬计划，会迫使股东尽早抛售自己手中的股票。

General Utilities Doctrine 综合效用原则 《税收法典》的一个部分，为资产出售或者清理股份提供税收优惠。这部分内容在 1986 年的税收改革法案中被取消。

Going private 私有化 一家公司由公众持有转变为非公众持有的过程。私有化通常通过杠杆收购实现。

Golden parachute 金色降落伞 高级管理层的工作合同，当出现特定的控制权交易时，比如由外部实体购买公司一定比例的股票，或者要约收购公司部分股份时，可以支付给高级管理层数额比较高的报酬。

Greenmail 绿票讹诈 向某股东所持有股份支付高于当前市场价格的溢价，目的是消除这位股东对公司独立性的威胁。

Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act of 1976《1976 年哈特-斯科特-罗迪诺反托拉斯改良法案》 该法案要求收购方公司要向美国联邦贸易委员会和司法部备案，在收购完成前获得其中一家机构的反托拉斯批准。

Herfindahl-Hirschman (HH) Index HH 指数 某个行业中公司市场份额的平方和。这是一个衡量行业集中度的指标，与简单的市场份额指标相比，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给并购带来的影响更加敏感。

Highly Confident Letter 高度保证函 由投资银行签发的文件，说明投资银行相信公司有能力筹集收购所需要的资金。

High-yield bond 高收益债券 垃圾债券的另一个名称。

Holding company 控股公司 持有其他公司股票的一家公司，控股公司可以没有实质性业务，而是只管理自己拥有所有权的不同经营单位。

Horizontal equity 横向股权均等 在诸如股权收购的情况下，对所有股东一视同仁的处理规则。前端优先股权收购违反这个规则。

Horizontal integration 横向整合 经营相似产品和业务的公司间的合并。

Hubris hypothesis 自负假说 该理论由理查德·罗尔（Richard Roll）提出，该理论声称收购公司总是认为自己对目标公司的估值比市场估值更加合理。这种自大情绪会导致它们支付过高的成本，高估收购所能获得的收益。

Initial public offering（IPO）首次公开发行 一个股本集中的公司首次向公众发行普通股。

In play 入局 当市场认为公司可能被收购时，公司股票会大量集中在套利者的手里，此时公司非常容易受到收购的威胁，成为收购的目标。

Investment Company Act of 1940《1940 年投资公司法案》 1929 年 10 月股市崩溃和大萧条以后通过的若干部联邦法案之一。该法案对投资公司的业务和报告要求进行监管，这里的投资公司是指主要从事证券交易和管理的公司。

Joint venture 合资 公司之间合作从事某些商业活动。

Junk bond 垃圾债券 一种高收益债券，被标准普尔（或者其他评级机构）评为 BB 级或者更低级别的债券。这些债券要比可投资级别（评级高于 BB 级）的债券风险更大。

LBO 参见杠杆收购（leveraged buyout）。

LBO funds LBO 基金 投资于各种杠杆收购的资本集合，在寻求杠杆收购潜在高额收益的同时，通过分散化投资降低风险。

Letter stock 字母股票 参见追踪股票（tracking stock）。

Lerner Index 勒纳指数 该指数由阿巴·勒纳（Abba Lerner）首创，这个指数通过价格和相对于价格的边际成本之间的差异来衡量市场支配力。

Leveraged buyout（LBO）杠杆收购 主要通过债务融资来购买一家公司的行为。但是这个术语经常被用于描述通过债务融资进行私有化的交易。

Leveraged ESOP 杠杆 ESOP 这是一种员工持股计划，主要通过债务融资来购买股份。本金和利息的支付可以获得税收减免的优惠。

Liquidation 清算 公司通过出售所有资产停止营运。

Lockup option 锁定期权 购买目标公司特定价值的资产或者股份的期权，通常发行给善意方。如果这个期权限制了收购流程，那么它可以被合法质疑。

Management buyout（MBO）管理层收购 一项使公司私有化的交易，由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司或某个部门的管理层来收购这家公司或者这个部门。

Management entrenchment hypothesis 管理者堑壕假说 该假说提出当管理层采取行动阻止对公司的接管时，未参加股东的财富会遭受损失。

Marketability discount 流动性折价 在对一些证券进行价值评估时采用的贴现率，比如股权集中的公司的股份，由于流动性相对比较低，因此对其估值要打一些折扣。

Market flowback 市场回流 当收购者用自己的股票作为对价来收购一家外国公司时，收购者的股票价格在国内股票市场上会产生大幅度下跌的效应。

Market model 市场模型 一种应用于事件研究的方法。用来计算归属于市场力量的那部分收益的回归分析。可以用来计算由于某个事件发生而带来的“超常收益”。

Market power 市场支配力 尽管这个术语在不同的环境中有不同的解释，但是在产业组织中，我们可以把它定义为制定并维持高于竞争水平的价格的能力。

Master limited partnership (MLP) 主有限合伙公司 一种股份可以公开交易的合伙公司。这种制度的主要优势是消除了公司税收的层级，因为主有限合伙公司可以参考合伙企业而不是公司企业缴纳税收。

Mezzanine layer financing 夹层融资 在杠杆收购中经常使用的次级债务融资。这是一种债务，但也会具有一些权益特征，这种债券通常会附有“权益计划”。

Minority discount 少数股权折价 对缺乏控制的权益证券进行价值评估时适用的贴现率。

MLP 参见主有限合伙公司（master limited partnership）。

Monopoly 单一卖方垄断 只有一个卖家的行业结构。

Morris Trust 莫里斯信托 采用莫里斯信托，一家公司可以剥离它不想保留的业务，同时预先计划好采用免税的股票交易让剥离业务被收购者合并。最后的结果是出售方公司的股东获得自己公司和收购方公司的股票。

NASDAQ 纳斯达克 美国证券交易商自动报价系统协会。它是专门为柜台交易市场设立的交易系统。

Net operating loss carryover 净营运损失冲销 允许公司使用某些年份的净营运损失抵消其他年份的应税收入的一种税收优惠。

Net present value (NPV) 净现值 一种资本预算技术，将项目现金流入的现值减去投资流出的现值，就能得到净现值。

No-shop provisions 一对一条款 卖方承诺不与协议以外的其他买方签订销售协议。

Note purchase rights 本票购买权 后端毒丸计划（back-end poison pill plans）的另外一种说法。

Oligopoly 多头垄断 以少数卖家（3～12家）为特征的行业结构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Pac-Man defense 反噬抵抗 一种极端的反收购防御措施。在这种情况下，目标公司向收购方提出报复性出价。

Partial tender offer 部分股权收购 这种股权收购行为并不对目标公司所有流通在外的股份进行收购，因此称作部分股权收购。

Perfect competition 完全竞争 这种行业结构有以下一些特征：存在许多买方和卖方，产品具有同质性，完全信息，很容易进入和退出这个行业，没有进入壁垒。这些条件的存在意味着所有卖方都是价格接受者。

PIK debt securities PIK 债券 一种以非现金方式支付利息的债券。

Poison pill 毒丸 公司作为防御性反收购措施而发行的一种权力。这种权力可以让持有者以一定的折扣价格，比如 50%，购买自己公司中的或者目标公司与出价公司合并后的公司中的股份。这种折扣价格可以使出价方的收购变得非常昂贵而无法进行。

Poison Put 毒丸卖权 附加在债券合约上的一项条款，这项条款允许债券持有者可以按照预先确定的执行价格把手中持有的债券出售给发行公司。毒丸卖权在 20 世纪 80 年代的杠杆收购时代开始流行起来，当时由于杠杆收购后公司的债务负担加重和随后的债务评级下降，债券价格急剧下跌。

Preferred stock plans 优先股计划 毒丸计划的前身，用优先股来代替毒丸计划中的权力。

Prepackaged bankruptcy 预先打包破产 在预先打包破产中，债务人与债权人会在真正进行第 11 章破产申报前协商确定重组计划。

Proxy contest 代理竞争 当持有不同意见的股东或者股东团体试图控制董事会或者使用相关程序改变公司当前的活动时，就会产生代理竞争。

Pure plays 单纯游戏 在有明确定义的市场界限内经营的公司。

Rabbi trusts 拉比信托 有时出资为金色降落伞融资的信托基金。

Real estate investment trusts (REITs) 房地产投资信托 公开交易的被动型投资工具，支付很少的或者不支付联邦税。

Recapitalization plan 资本结构重组计划 该计划是对公司资本结构的调整，增加债务的比重，降低股权的比重。这项计划通常被用作一种反收购工具，目标公司可以把它用作恶意收购的替代报价。在这项计划中，公司通常会承担大量的债务，并向目标公司股东支付大量的股利。

Restructuring charges 重组费用 也被称作大规模削减账面价值。在并购中，这个术语指公司完成收购后，进行大规模的账面价值削减，这会降低当前的收入，但意味着未来的收入会更高。

Reverse LBO 反向 LBO 公司通过杠杆收购私有化后，再度公开上市。

Reverse synergy 负协同效应 4 减 1 等于 5；公司出售自己的一部分业务后，剩余部分比原来的母公司具有更高的价值。

Revlon duties 露华浓原则 一条法律原则，任何能够促进价值最大化的拍卖过程（比如反收购措施）都在法律上被允许，尽管可能会遭到反对。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Roll-up acquisitions 滚动收购 由一家大型混业经营的公司对不同小公司进行多次收购的收购计划。

Schedule 13D 13D 计划 在收购上市公司 5%或者更多的流通股份后，威廉姆斯法要求收购方在 10 天内向美国证券交易委员会递交这个文件。文件中需要披露一些信息，包括收购者的身份和意图，以及其他的相关信息，比如在有计划的接管中，需要披露融资来源。

Schedule 14D 14D 计划 根据威廉姆斯法的要求，股权收购的发起者必须向美国证券交易委员会递交 14D 计划。该文件披露以下信息：收购者的身份、收购的细节和其他相关信息，比如融资来源和收购后的计划。

Scorched-earth defense 灼地防御 一项反收购防御措施，会给目标公司带来负面影响，从而降低它对收购者的吸引力。

Securities Act of 1933《1933 年证券法》 20 世纪 30 年代第一部联邦证券法案，规定了公开交易证券的相关注册事宜。

Securities Exchange Act of 1934《1934 年证券交易法》 创建美国证券交易委员会的联邦法案。这部法案还对证券市场实施了其他的监管措施。自从最初通过以来，这部法案经过了若干次修改。与并购活动相关的一次修改是 1968 年的威廉姆斯法。

Sell-off 资产出售 描述出售一家公司或者出售公司一部分的一个通用术语。这个术语还可以指其他一些特定交易，比如资产剥离和公司分立等。

Shareholder interests hypothesis 股东权益假说 该假说认为，当管理层采取行动阻止公司控制权的转移时，会使股东财富增加。

Shark repellent 驱鲨措施 反收购防御措施的另一种说法。

Shelf registration rule 上架注册规则 允许公司提前注册将在未来发行的股份数额的美国证券交易委员会 415 规则。

Sherman Act of 1890《1890 年谢尔曼法》 主要的联邦反托拉斯法案之一。该法案的核心有两个部分：第一部分禁止所有存在交易限制的合约与并购；第二部分禁止形成垄断和试图形成垄断。

Spin-off 公司分立 业务出售的一种形式，母公司按比例把股份分配给股东，从而使股东在出售后的公司部门或者母公司的部分业务中拥有所有权。

Split-off 股份置换 业务出售的一种形式，母公司的股东将自己拥有的母公司股份兑换成出售实体的股份。

Split-up 股本分散 母公司将所有业务分立出去，从而不复存在。

Staggered board 轮换董事会 也叫分级董事会（classified board），是一种反收购策略。分阶段进行董事的选举，从而每年只有一部分董事需要重新选举。这种策略可以使对董事会的控制变得更加困难。

Stakeholder 利益相关者 会受到公司行为影响的各种实体，包括股东、管理层、员工、社区、消费者等。

Standstill agreement 停止协议 潜在的恶意收购者与目标公司达成的协

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议，收购者在获得一些补偿的情况下，同意购买的股份不超过一定数额。

Strategic alliance 战略联盟 一种比合资更加灵活的联合策略，参加联盟的公司采取相同的行动和追求共同的目标。

Stock parking 股票停靠 通过把股票放在非真实所有者的名下，来规避证券法中的披露要求。

Street sweeps 街道清扫 在公开市场上购买目标公司的股票，由于不属于股权收购，因此不用受到威廉姆斯法的限制。

Supermajority provision 绝大多数条款 一种预防性的反收购策略，对公司章程进行修改，从而要求更高比例的大多数股东（比如2/3甚至更多）同意某项交易（比如并购）。

Synergy 协同效应 2加2等于5。公司之间进行合并，合并后的企业价值比原先各部分的价值加总更高。

Targeted share repurchase 目标股份回购 指从某个大股东手中回购股票，比如恶意收购者，回购价格通常会高于市场价格。这种交易也被称作绿票讹诈。

Targeted stock 目标股票 参见追踪股票（tracking stock）。

Tax-free reorganizations 免税重组 在这种类型的业务组合中，股东不需要承担税收负担。根据重组方式的不同，包括提供股票或者现金的数量不同，可以分为四种类型——A、B、C、D。

Tender offer 股权收购 直接向股东提出的收购。恶意收购中经常使用的方法。

Tracking stock 追踪股票 发行的代表对公司某个部门的收入享有一定利益的股权。

Two-tiered tender offer 两级股权收购 在股权收购中，收购者向第一批出售股份的股东支付较高的价格，购买一定数量的股份，然后向第二批股东支付较低的价格，购买剩余的股份。

Unocal standard 加州联合石油公司标准 凡是与商业判断原则一致的合理的收购防御措施在法律上都是可以被接受的。

Vertical merger 纵向合并 在生产过程中处于不同水平或者不同阶段的同行业公司之间的合并。比如，一家拥有大量石油储备的公司为其汽油零售部门购买一家管道公司，这是一个前向合并的例子。再比如一家电子产品零售连锁店购买某个品牌的生产厂家就是一个后向合并的例子。

Voting plans 投票计划 毒丸防御策略的一种变形。如果收购者购买了目标公司一定比例的股份，那么这项计划可以让优先股股东拥有特别投票权，从而阻止收购者获得投票控制权。

White knight 白衣骑士 面对恶意收购时，目标公司更愿意接受的购买方。

White squire 白衣护卫 在恶意收购中，购买目标公司一定股权份额的善

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意公司或者善意投资者。目标公司通过寻找白衣护卫可以增加收购的难度。

Williams Act of 1968《1968 年威廉姆斯法》 《1934 年证券交易法》的修正案，对股权收购和其他与收购相关的活动（比如大规模的股份购买）进行了监管。

Winner's curse 赢者诅咒 这是一个具有讽刺意味的假说，该假说认为对目标公司估价过高的收购者往往会收购成功，因为他们的出价高过那些对目标公司估价合理的竞争对手。

Workout 非破产自愿协议 在破产程序之外，债权人与债务人之间通过谈判达成的协议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著作权合同登记号
图字：01-2007-3841号

《兼并、收购和公司重组》一书可以告诉业务经理和财务执行官，在他们的公司中，哪种形式的重组能够成功实施。书中考察了当前业界运用的各种形式的公司重组，包括兼并与收购以及合伙经营与资本重构。

本书还探讨了公司规模扩张和规模缩减的其他一系列方法，包括剥离、分立和股权出售，以及在上述各种情况下，公司如何获得收益。

本书的出版有助于各类机构在全球化的市场环境中更好地参与竞争，书中详述了有关公司重组的各种复杂细节，以及如何在自己的机构中更好地运用这些方法。

如果您想了解有关经济方面的图书信息，请点击以下网址：
www.crup.com.cn / jingji



http://www.wiley.com



定价：69.00元

ISBN 978-7-300-12465-0